



# 2022年湖北兴发化工集团股份有限公司公 开发行可转换公司债券2023年跟踪评级报 告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.  
让评级彰显价值

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2022年湖北兴发化工集团股份有限公司公开发行可转换公司债券 2023年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
兴发转债	AA+	AA+

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：湖北兴发化工集团股份有限公司（以下简称“兴发集团”或“公司”，股票代码：600141.SH）磷矿石和水电资源丰富，已形成磷化工全产业链，具备明显的资源、成本、产业集聚优势，是国内磷化工龙头企业之一，在行业内的竞争力较强；2022年受益于行业景气度较高及主要产品价格的上涨，公司业绩和现金流持续向好，杠杆状况和债务结构有所优化。但公司主要产品价格的高景气或难以持续，未来盈利状况可能存在波动，且项目的投资建设增加了公司的资金支出压力。

## 评级日期

2023年4月27日

## 联系方式

**项目负责人：**王硕  
wangsh@cspengyuan.com

**项目组成员：**张颜亭  
zhangyt@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2022	2021	2020
总资产	416.12	367.35	296.67
归母所有者权益	203.00	142.80	94.94
总债务	118.86	129.71	122.68
营业收入	303.11	239.02	183.17
净利润	67.96	47.34	5.97
经营活动现金流净额	68.84	53.56	24.05
净债务/EBITDA	0.72	1.30	4.07
EBITDA 利息保障倍数	21.91	16.34	4.54
总债务/总资本	35.78%	45.04%	53.08%
FFO/净债务	112.51%	65.24%	16.99%
EBITDA 利润率	35.04%	33.34%	14.61%
总资产回报率	21.13%	17.67%	4.30%
速动比率	0.63	0.47	0.38
现金短期债务比	1.26	0.42	0.24
销售毛利率	35.61%	33.49%	13.27%
资产负债率	48.73%	56.91%	63.44%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **公司处于我国磷矿资源富集区，磷矿石和水电资源丰富，具备较强的资源和成本优势。**公司磷矿石主要分布在夷陵、兴山、远安三县（区）交界处。截至 2022 年末，公司拥有采矿权的磷矿资源储量为 4.29 亿吨，磷矿设计产能 585 万吨/年；公司建成水电站 32 座，总装机容量为 17.84 万千瓦，降低了外购电力成本。公司以矿电资源为基础，延伸了磷化工产业，利用资源优势一定程度上抵御了上游的价格波动风险。
- **公司已形成磷化工全产业链优势，产业集聚效应明显，主要产品在行业内竞争力较强。**公司是国内磷化工行业龙头企业之一，打造了“矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”的产业链优势，公司以磷矿为基础，向下游延伸了黄磷、精细磷酸盐、肥料、草甘膦及有机硅等产业，是全国精细磷产品门类最全、品种最多的企业之一，是国内草甘膦产品的龙头企业。
- **公司业绩和现金流持续增长，杠杆状况和债务结构表现优化，获取流动性资源的能力较强。**受益于行业景气度较高及主要产品价格的上涨，2022 年公司净利润及经营性净现金流规模保持提升，同时公司优化了债务结构，总债务规模有所下降，使得杠杆比率指标有所好转。此外，截至 2022 年末，公司尚未使用的授信额度充足，近年持续通过定增、发债等融资渠道推进项目建设及补充流动资金，公司具备较强的流动性资源获取能力。

## 关注

- **公司主要产品价格的高景气或难以持续，未来盈利能力可能存在波动。**公司产品的市场化程度较高，价格易受市场供需等因素的影响而存在波动。2023 年一季度，公司主要产品草甘膦和有机硅价格延续了 2022 年下半年的下跌态势，下游需求仍旧低迷，市场供需格局的变动和价格波动易对公司的盈利能力产生影响。
- **公司在建项目存在一定的资金支出压力，项目完工投产后的产能消化及收益实现情况均有待观察。**公司主要在建项目包括有机硅、磷酸铁、磷酸等的生产项目，截至 2022 年末，除本期债券募投项目外，公司主要在建项目尚需投资 62.72 亿元。由于公司目前有机硅等产品产能利用率较低，新增产能能否消化尚待观察，且部分项目投资规模大、建设周期长，能否实现预期收益存在不确定性。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司是国内磷化工的龙头企业之一，已形成完整的磷化工产业链，具备明显的资源、成本和产业集聚优势，抗风险能力较强。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	川恒股份	川金诺	云天化	江山股份	兴发集团
总资产	101.38	30.57	532.23	65.13	416.12
营业收入	34.47	25.20	753.13	83.49	303.11
净利润	7.89	3.62	70.46	18.64	67.96
销售毛利率（%）	44.93	20.84	16.22	32.03	35.61
资产负债率（%）	51.06	38.22	63.53	49.14	48.73

注：上述指标为 2022 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
化工企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	6/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	6/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		6/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					<b>aa+</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA+</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 外部特殊支持

- 公司是宜昌兴发集团有限责任公司（以下简称“宜昌兴发”）的重要子公司，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，宜昌兴发提供支持的意愿几乎肯定，主要体现为公司对宜昌兴发极其重要。

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	AA+/兴发转债	2022-4-25	刘玮、罗力	<a href="#">化工企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	AA+/15 兴发债	2018-5-30	王强、刘伟强	<a href="#">化学原料及化学制品制造企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AA/12 兴发 01	2011-10-10	王一峰、李章	<a href="#">公司债券评级方法 (py_ff_2007V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
兴发转债	28.00	27.9984	2022-4-25	2028-9-22

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2022年9月22日发行6年期28亿元兴发转债，募集资金原计划用于“新建20万吨/年磷酸铁及配套10万吨/年湿法磷酸精制技术改造项目、新建8万吨/年功能性硅橡胶项目以及偿还银行借款”。根据公司2022年10月29日公告，“新建8万吨/年功能性硅橡胶项目”中的子项目“5万吨/年光伏胶项目”中的光伏胶装置部分实施主体变更为湖北瑞佳硅材料有限公司，实施地点变更为谷城县化工园及硅材料工业园。截至2022年末，兴发转债募集资金专项账户余额为16.55亿元。

## 三、发行主体概况

2022年公司名称、主营业务、控股股东及实际控制人均未发生变更。受限股解禁并上市流通及可转债转股的影响，截至2023年3月31日，公司总股本变更为1,111,672,172元，其中有限售条件流通股6,255,000元。截至2022年末，公司控股股东仍为宜昌兴发，宜昌兴发持有公司2.15亿股（质押数量为1,300万股），占公司总股本的19.38%，兴山县人民政府国有资产监督管理局持有宜昌兴发100%股权，为公司实际控制人，公司股权结构图见附录二。

2022年公司合并范围内新增13家子公司，其中新设成立8家，收购5家，注销1家子公司。截至2022年末公司合并范围内子公司合计41家（详见附录四）。

**表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

### 1、2022年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
湖北兴恒矿业有限公司	95.00%	20,000.00	矿山开采	新设成立
湖北兴宏矿业有限公司	100.00%	10,000.00	矿山资源开采	新设成立
湖北兴顺矿业有限公司	100.00%	30,000.00	矿山资源开采	新设成立
湖北兴友新能源科技有限公司	51.00%	30,000.00	电子专用材料制造	新设成立
湖北兴晨科技有限公司	51.00%	5,500.00	农药生产	新设成立
湖北瑞佳硅材料有限公司	100.00%	10,000.00	密封胶制造	新设成立
上海兴福电子材料有限公司	55.29%	20,000.00	电子专用材料	新设成立
天津兴福电子材料有限公司	55.29%	10,000.00	电子专用材料	新设成立
保康九路寨旅游开发有限公司	100.00%	4,000.00	游览景区管理	收购
湖北环宇化工有限公司	100.00%	600.00	生产销售有机硅系列产品	收购
贵州瓮安巨鑫建材发展有限公司	100.00%	3,000.00	磷渣及相关产品生产销售	收购

宜都宁通物流有限公司	100.00%	26,528.57	港口货物装卸服务、仓储服务等	收购
宜昌星兴蓝天科技有限公司	100.00%	67,423.65	液氨生产销售	收购

## 2、2022 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
武汉兴发宏兴贸易有限公司	100.00%	3,000.00	机械设备、肥料、矿产品等销售	清算

资料来源：公司提供

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

详见《[经济内生动能修复，博弈强预期与弱现实—2022年宏观经济回顾与2023年展望](#)》。

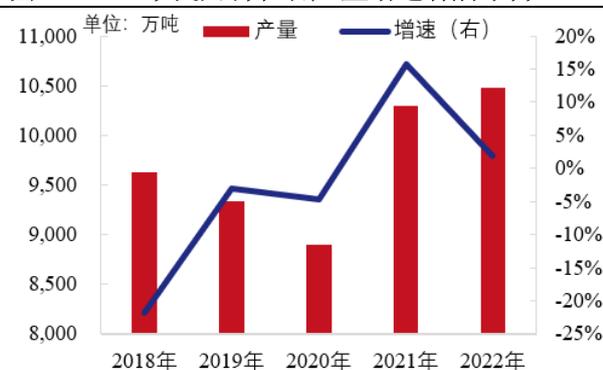
## 行业环境

**2022年我国磷矿石产量小幅上升，磷矿石价格维持高位，加大了下游磷化工企业的成本管控压力，但磷矿石资源富集区的磷化工企业具有显著的资源和本成本优势**

磷矿石是磷化工产品最初原料之一，是不可再生资源，主要分布于摩洛哥、中国、美国、俄罗斯和北非、中东部分国家和地区，其中80%以上集中在摩洛哥及其他北非地区。我国已探明磷矿经济储量32.4亿吨，规格上仅次于摩洛哥，但品位相对较低，真正可利用的磷矿资源并不丰富。从区域分布来看，我国磷矿资源分布极不均衡，主要集中在湖北、四川、贵州、云南、湖南五省份，但湖南的磷矿品位低，暂时不具备较大的开采价值。

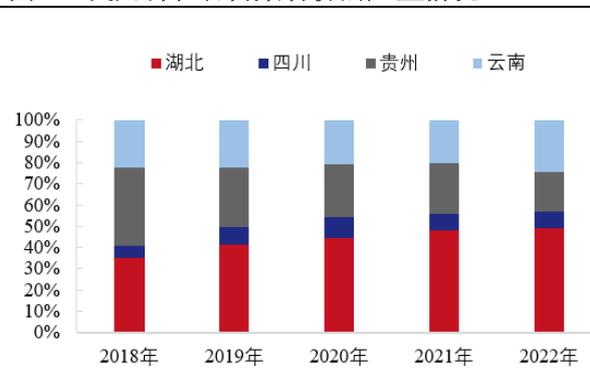
2022年我国磷矿石产量小幅增长，增速明显下降。作为战略性资源，近年我国湖北等主要产地坚持控制磷矿石产量，鼓励就地深加工。近年受湖北省推动减产计划，宜昌市坚持整合关闭生产能力15万吨/年以下的磷矿企业、不得新建产能在50万吨/年以下的磷矿企业，以及四川省及云南省环保压减产能等因素影响，我国磷矿石产量由2017年的1.23亿吨持续下降至2020年的0.89亿吨，2021年下游磷铵、草甘膦等化肥农药需求增加以及价格上涨，叠加下游应用领域拓展，我国磷矿石产量同比增长明显。2022年在需求拉动下，我国磷矿石产量达1.05亿吨，小幅增长1.79%。

**图1 2022年我国磷矿石产量增速有所下降**



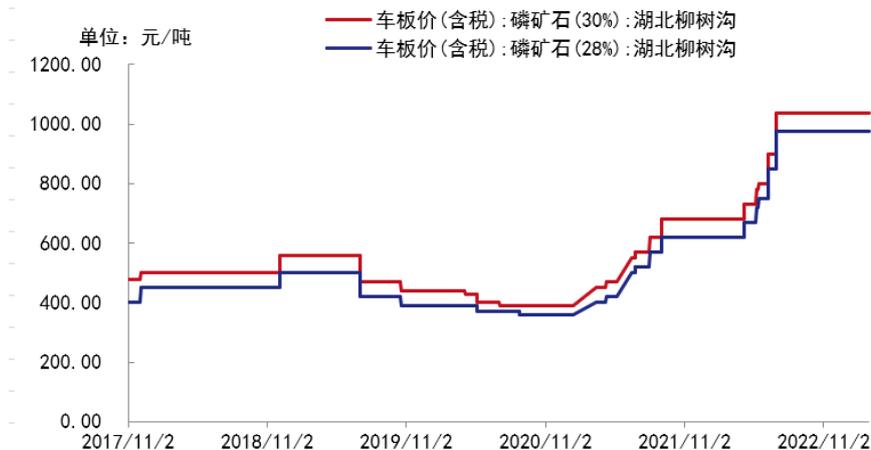
资料来源：Wind，中证鹏元整理

**图2 我国磷矿石富集省份的产量情况**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2022年磷矿石价格维持高位加大了下游磷化工企业的成本管控压力。2022年初受春节假期影响，多地矿企停工停产，磷矿石市场供应偏紧，随着下游磷肥、草甘膦等市场需求增加及应用领域拓宽，2022年磷矿石价格维持高位，2022年7月以来湖北柳树沟磷矿石（28%）和磷矿石（30%）车板含税价分别稳定在975元/吨和1,035元/吨，下游磷化工企业成本管控压力加大。

**图3 2022年我国磷矿石价格维持高位**


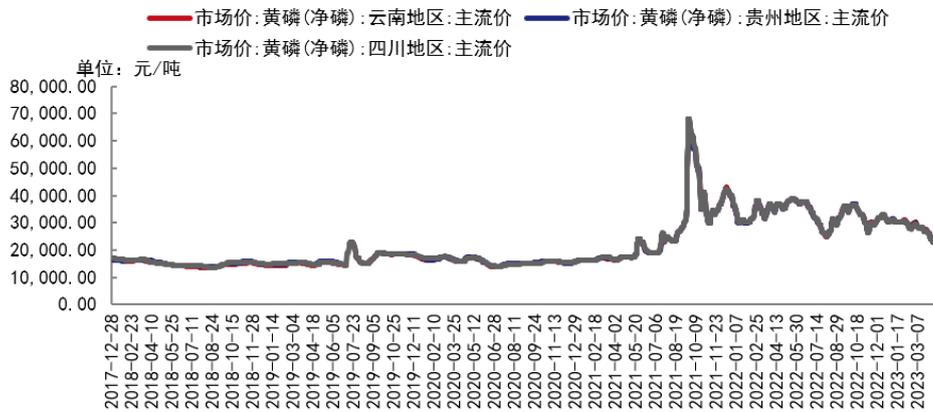
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

### 我国磷酸盐行业逐步向精细型、高端化发展；2022年黄磷价格高位波动，未来受需求周期性影响价格仍将波动

磷酸盐主要包括磷酸钠盐、钾盐、钙盐、铵盐等，目前全球产能约300万吨/年，其中国内产能占比超过四成。国内磷酸盐生产企业较多，主要集中在云南、贵州、四川、湖北等省份。受安全环保监管、技术改革及产业政策调整等因素影响，近年磷酸盐开工率整体偏低。在环保整治的推动下，磷酸盐行业将加快从粗放向精细型发展，工业级向食品级、医药级提升，高端精细磷酸盐规模将不断扩大。此外，我国磷酸盐行业在技术方面不断创新，传统的热法磷酸将逐步由湿法磷酸替代。基于国内半导体和新能源产业的发展，电子级磷酸等电子化学品将迎来新的发展机遇。

受供给及成本端的扰动，2022年黄磷价格高位波动。黄磷是磷酸盐系列产品的基础原料，80%左右的黄磷用来生产各种无机磷化工产品，主要包括三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、次磷酸钠等；20%左右的黄磷用来生产有机磷化工产品，主要包括草甘膦等。黄磷生产成本主要为磷矿石和电，因此电力和磷矿石自给能力对于黄磷及其下游磷化工产品生产企业的成本控制具有重要的影响。一般情况下，黄磷价格会跟随丰水期（二、三季度）电价下调而走低，随着9月下游生产旺季到来，供需缺口将推涨黄磷价格。2022年1季度受行业开工率降低及下游企业备货影响，黄磷价格温和上行；2季度黄磷价格缓慢下行；2022年9月生产需求增加，黄磷主流价格回升；2023年3月，下游需求放缓，黄磷价格趋于回落。黄磷价格易受需求周期性变动影响，随着环保政策的推行，未来黄磷价格波动情况有望延续。

图4 2022年黄磷主流价格高位波动

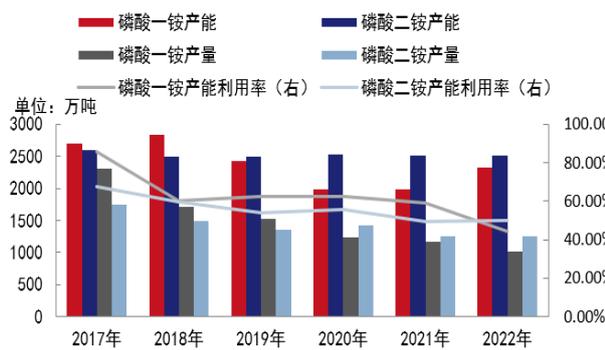


资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

磷化工下游产品的产能、产量和价格的变动将对生产企业经营情况产生影响，我国磷肥产能利用率不足，价格波动运行；草甘膦产量下降明显，2022年下半年以来价格持续回落；有机硅产能逐年增长，2022年以来价格波动下行，需关注草甘膦和有机硅行情的低迷对相关企业盈利的不利影响

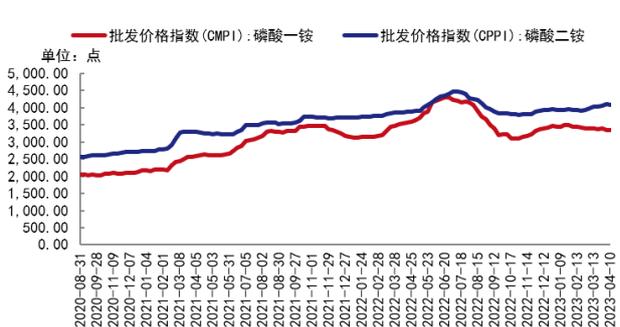
磷肥产能利用率不足，2022年价格波动运行。磷肥属于农作物的基础用肥之一，目前生产量最大的磷肥品种是磷酸铵类型肥料，磷铵肥又以磷酸一铵（MAP）和磷酸二铵（DAP）为主。受磷矿资源分布影响，我国磷肥产能分布不均，生产企业集中在“云贵川鄂”等主要磷矿资源地区。政策及市场因素叠加推动我国磷肥产销双降，近年我国磷肥产能利用率仍不足，产量呈下降趋势。2022年上半年磷肥价格延续2021年的高增长态势；2022年7月，受硫磺、合成氨价格下降及市场需求淡季的影响，磷肥价格出现回落；2022年11月开始，国内肥料冬储开启，下游市场需求增加，磷肥价格出现小幅上涨。

图5 我国磷铵产能利用率水平不高



注：产能利用率=产量/产能  
资料来源：Wind、百川盈孚，中证鹏元整理

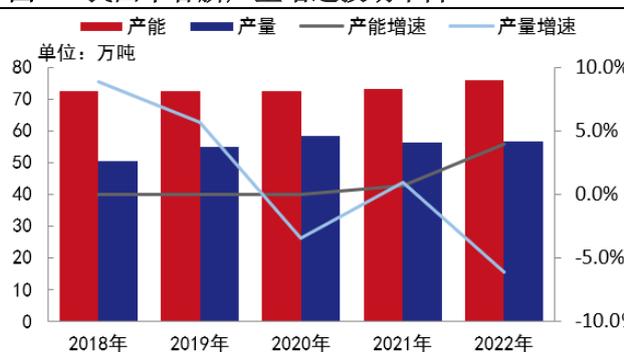
图6 2022年以来我国磷肥价格波动运行



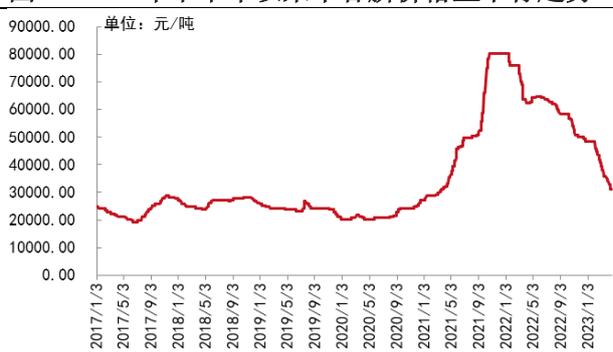
资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

草甘膦产量增速波动下降，2022年下半年价格震荡回落。我国草甘膦生产以甘氨酸法为主，环保成本高。草甘膦是一种主要应用于转基因作物的除草剂，是除草剂中第一大品种。草甘膦生产工艺包括甘氨酸法和IDA法，国内草甘膦工艺以甘氨酸法为主，约占七成。甘氨酸技术路线下，甘氨酸、黄磷、甲醇等原材料在总成本中占85%-90%，其母液金属含量较高，环保成本较高。草甘膦在除草剂市场的龙头

地位来源于转基因作物的发展，受转基因作物推广速度放缓、抗性杂草以及种植结构调整变化等因素影响，我国草甘膦产量增速波动下行，2022年增速降至-6.09%。从价格来看，受原材料价格大幅上涨，下游需求旺盛等多方面影响，2021年草甘膦价格实现快速上升，2021年四季度价格持续在8万元/吨徘徊；2022年上半年，受部分厂家限产及检修影响，叠加海外需求良好等因素，草甘膦价格仍在高位，存在下行趋势；受原材料价格下跌，需求支撑不足的影响，2022年下半年开始草甘膦价格持续回落；2023年一季度，下游需求仍旧不足，价格持续跌至3.1万元/吨。考虑到草甘膦价格的下行趋势，需关注其价格的波动对相关厂商盈利状况的影响。

**图7 我国草甘膦产量增速波动下降**


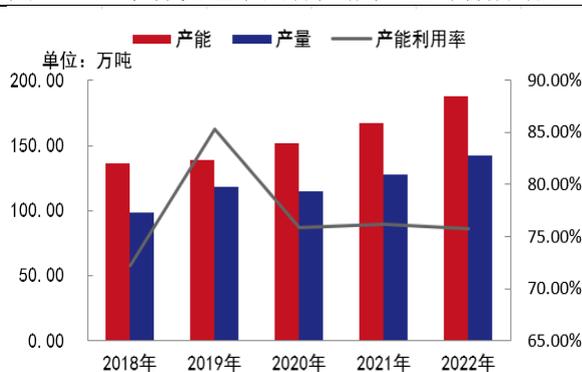
资料来源: Wind、百川盈孚, 中证鹏元整理

**图8 2022年下半年以来草甘膦价格呈下行趋势**


注: 上表为中国草甘膦的参考价格。

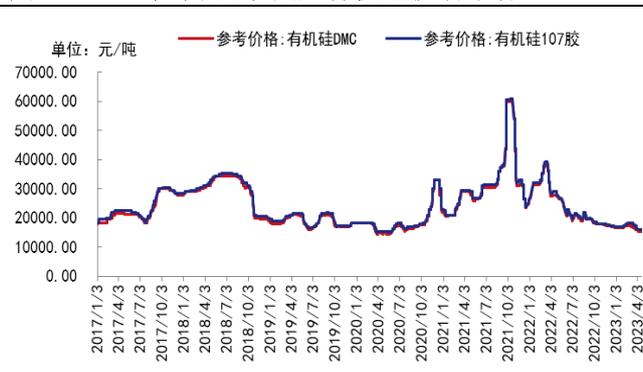
资料来源: Wind、百川盈孚, 中证鹏元整理

有机硅产能持续提升，但2022年以来价格跌幅较大。随着国内建筑、汽车、电力、医疗等行业对有机硅材料的旺盛需求以及有机硅材料应用范围不断扩大，我国有机硅产业发展较快。2022年我国有机硅中间体产能从2018年的136.5万吨/年增至187.5万吨/年，产量也随之增加，但产能利用率整体下降，未来扩张产能能否被消化有待观察。从价格来看，2022年DMC和107胶价格波动下行，受市场阶段性备货结束及下游需求不足等因素影响，2022年6月末，DMC市场价格跌至1.9万元/吨，8月中旬至2022年末，DMC价格持续回落；2023年一季度，DMC价格延续下跌态势，4月中旬跌至1.55万元/吨，有机硅价格的持续走低对相关生产企业的盈利状况提出挑战。

**图9 2022年有机硅中间体产能产量均有所增长**


注: 上表为中国有机硅中间体的产能、产量等数据。

资料来源: Wind、百川盈孚, 中证鹏元整理

**图10 2022年4月以来我国有机硅波动下行**


资料来源: Wind、百川盈孚, 中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

作为国内磷化工行业的龙头企业之一，公司已形成“矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”的产业链优势，产业集聚效应明显，业务地域分布广泛，磷矿石、草甘膦等主要产品在行业内竞争力较强

公司是国内磷化工行业龙头企业之一，经过多年的发展，已形成“资源能源为基础、精细化工为主导、关联产业相配套”的产业格局，并打造了“矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”的产业链优势。公司主营产品包括磷矿石、黄磷、食品添加剂、草甘膦系列产品、有机硅系列产品、二甲基亚砷、电子化学品、肥料等，产品广泛应用于食品、农业、集成电路、汽车、建筑、化学等领域。

2022年公司收入的主要来源仍为黄磷及精细磷产品、草甘膦及副产品、肥料、有机硅等产品的业务收入。受益于磷矿石及草甘膦等主要产品销售价格的上涨，2022年公司营业收入同比增长较快。从毛利率来看，由于2022年磷矿石及相关产品价格整体处于高位，磷矿石、草甘膦及副产品的毛利率大幅增加，但有机硅产品价格的下滑，拖累公司整体毛利率的提升，2022年公司实现销售毛利率35.61%，较2021年提高2.12个百分点。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务：						
磷矿石	8.55	2.82%	73.93%	7.07	2.96%	55.02%
黄磷及精细磷产品	69.39	22.89%	37.07%	44.17	18.48%	39.34%
肥料	41.77	13.78%	18.23%	25.36	10.61%	16.11%
草甘膦及副产品	91.23	30.10%	57.34%	75.48	31.58%	39.83%
有机硅产品	42.33	13.96%	14.49%	52.19	21.84%	33.69%
电子化学品	6.15	2.03%	38.59%	3.66	1.53%	46.69%
贸易	32.79	10.82%	8.27%	19.57	8.19%	3.50%
其他	3.72	1.23%	1.87%	5.82	2.43%	22.08%
<b>主营业务小计</b>	<b>295.93</b>	<b>97.63%</b>	<b>34.89%</b>	<b>233.32</b>	<b>97.62%</b>	<b>32.86%</b>
其他业务	7.18	2.37%	65.21%	5.70	2.38%	59.01%
<b>合计</b>	<b>303.11</b>	<b>100.00%</b>	<b>35.61%</b>	<b>239.02</b>	<b>100.00%</b>	<b>33.49%</b>

注：1. 主营业务中的“其他”主要是水蒸气、磷铁、电力等非主营产品；其他业务收入主要是废料销售、材料转让、磷渣、煤渣等销售收入。

2. 公司2022年审计报告更正期初数导致2021年营业收入相关数据有所变化。

3. 表中的营业收入构成的统计口径与2022年年报披露的口径有所不同。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从收入分布地区来看，公司2022年来自国内和国外的收入占主营业务收入的比重分别为61.37%和38.63%。公司坚持国际化发展战略，先后在美国、德国、巴西、阿根廷、越南、中国香港等地设立营销

平台，与多家全球五百强企业建立了长期合作关系，营销网络遍布亚欧美非等116个国家和地区。2022年公司前五名客户占比为13.29%，集中度不高。

2022年公司加快推进创新研发项目，全年累计研发投入12.36亿元，占当期营业收入的4.08%。公司已稳定实现黑磷晶体30公斤级制备，并已建成100公斤级黑磷放大试验装置；同时自主攻关微电子新材料领域高性能蚀刻液核心技术；开发矿砂再选技术，优化完善重选、浮选等工艺等。截至2022年末，公司拥有专利授权864件，其中发明专利277件，获得国家科技进步二等奖1项，省部级科技奖励21项。

**公司处于我国磷矿资源富集区，拥有丰富的磷矿石和水电资源，有助于生产成本的降低，2022年磷矿石价格处于高位，毛利水平较高，但磷矿石产能利用率水平偏低，且电力外购成本增加及原材料价格的波动增加了公司的成本管控压力**

公司总部地处湖北省宜昌市，磷矿资源比较丰富，是全国五大磷矿基地之一。公司磷矿石主要分布在夷陵、兴山、远安三县（区）交界处。截至2022年末，公司拥有采矿权的磷矿资源储量为4.29亿吨。为加强矿山资源的区域化管理，2022年公司新增设立湖北兴宏矿业有限公司和湖北兴顺矿业有限公司，分担了本部的部分基础储量。此外，公司还持有荆州市荆化矿产品贸易有限公司（拥有磷矿探明储量2.89亿吨，目前处于探矿阶段）70%股权，持有桥沟矿业（拥有磷矿探明储量1.88亿吨，目前处于探转采阶段）50%股权，通过控股子公司远安吉星持有湖北宜安联合实业有限责任公司（拥有磷矿探明储量3.15亿吨，已取得采矿许可证，目前处于采矿工程建设阶段）26%股权，丰富的磷矿资源为公司发展磷化工产业提供了有利条件。

**表3 公司磷矿资源情况（单位：万吨）**

序号	矿山所属子公司	2022年		2021年	
		基础储量	年产能	基础储量	年产能
1	本部	31,629	320	37,169	315
2	湖北兴宏矿业有限公司	3,368	85	-	-
3	湖北兴顺矿业有限公司	2,172	80	-	-
4	保康楚烽化工有限责任公司	5,715	100	5,715	100
合计		<b>42,884</b>	<b>585</b>	<b>42,884</b>	<b>415</b>

资料来源：公司提供

由于后坪磷矿2022年12月成功取得200万吨/年采矿工程项目的安全生产许可证，2022年末公司磷矿设计产能增至585万吨/年，但由于公司强化矿山安全生产管控，采取保护性开发策略，产量有所下滑，产能利用率下降。由于公司磷矿自用量增加，2022年产销率水平下降较多。从售价来看，2022年磷矿石价格维持高位，不含税销售均价增至579.04元/吨，推动该业务收入及毛利率水平明显提升。

**表4 公司磷矿石产销情况**

项目	2022年	2021年
产能（万吨/年）	585	415

产量（万吨）	291.41	326.76
销量（万吨）	147.73	249.72
库存量（万吨）	46.85	38.21
产能利用率	71.99%	78.74%
产销率	50.69%	76.42%
不含税销售均价（元/吨）	579.04	283.11
销售收入（万元）	85,539.91	70,699.26

注：由于后坪磷矿 2022 年 12 月末取得安全许可证，核算 2022 年度产能利用率时未考虑该产能。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

电力资源方面，公司利用兴山、神农架地区的丰富水电资源自产电力，全部用于自身生产经营。截至2022年末，公司建成水电站32座，总装机容量为17.84万千瓦。受兴山县降水量减少影响，2022年公司发电量下降，外购电量增加，导致波峰用电量增加、抬高外购电均价。自产电力为公司的化工生产提供了相对廉价的电力，但公司的产能扩张将增加电力需求，外购电力占比提升将增加单位动力成本。

**表5 公司自有电站情况**

项目	2022年	2021年
自有水电站数量（座）	32	32
总装机容量（万千瓦）	17.84	17.84
发电量（亿千瓦时）	3.79	5.93
总用电量（亿千瓦时）	7.55	8.29
外购用电量（亿千瓦时）	3.76	2.36
用电自给率=发电量/总用电量*100%	50.20%	71.53%
公司发电成本（元/千瓦时）	0.33	0.31
外购电均价（元/千瓦时）	0.55	0.48

注：表中数据不包含余热发电，表中的总用电量及外购用电量仅为公司在兴山县范围内的用电；兴山的用电量主要用于公司本部生产黄磷。

资料来源：公司提供

除磷矿石和电力成本外，原材料是公司营业成本的最主要的构成。公司生产所需采购的主要原材料包括煤炭、金属硅、纯碱、硫磺、甲醇等，近年原材料占营业成本的比重均超过80%。2022年公司主要原材料煤炭、液氨、甲醇等价格均有所上涨，增加了公司的成本管控压力，未来仍需关注原材料价格波动对公司盈利产生的不利影响。2022年公司前五名供应商采购额占比为22.14%，集中度不高，一定程度上可以分散对单一供应商的依赖风险。

**表6 公司主要原材料采购价格变动情况（单位：元/吨）**

生产产品	原材料	采购模式	2022年	2021年
			采购均价	采购均价
精细磷酸盐	白煤	直接采购	1,677.16	1,401.96
	纯碱	直接采购	2,491.56	1,579.35
肥料	硫磺	贸易商采购	2,202.02	1,536.18

	硫酸	直接采购	810.02	429.00
	液氨	直接采购	3,721.05	3,307.24
	磷矿石	直接采购	715.64	475.01
	烟煤	贸易商采购	1,324.04	804.80
有机硅	金属硅	直接采购	18,588.80	18,871.65
	甲醇	直接采购	2,619.62	2,504.32
草甘膦	浓硫酸	直接采购	698.63	657.81
	甲醇	直接采购	2,485.86	2,425.24
	多聚甲醛	直接采购	4,091.15	4,486.83
甘氨酸	冰醋酸	直接采购	3,821.12	6,049.85
	乌洛托品	直接采购	6,192.52	6,352.38
	液氨	直接采购	3,653.71	3,341.48
各类化工产品	工业盐	直接采购	487.46	354.37

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司已形成完整的磷化工产业链，精细磷酸盐产品种类丰富，加深了磷矿资源综合利用，有助于提高成本优势；2022年行业景气度较高，黄磷及磷酸盐价格增长较快，收入和盈利明显提升，但仍需关注未来价格波动对盈利影响

公司长期专注于精细化工产品开发，已形成完整的磷化工产业链，现有食品级、牙膏级、医药级、电子级、电镀级、工业级、饲料级等各类产品15个系列591个品种，是全国精细磷产品门类最全、品种最多的企业之一。公司黄磷及精细磷酸盐主要由公司本部及子公司保康楚烽化工有限责任公司、襄阳兴发化工有限公司、瓮安县龙马磷业有限公司及湖北吉星化工集团有限责任公司等经营。

公司黄磷产地主要分布在宜昌兴山县、保康、襄阳及贵州黔南州，2022年公司黄磷产能仍是16万吨/年。公司的黄磷作为磷酸盐和草甘膦等的原材料主要用于自用，近年产销率水平偏低。2022年黄磷市场景气度提升，售价明显上涨，销量增加、存量减少，收入规模扩大。

公司磷酸盐主要产品包括三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、次磷酸钠、单氟磷酸钠等，2022年末公司主要精细磷酸盐年产能约20万吨，以食品级为主。公司根据年度生产经营计划制定月度生产目标，并依据市场经营和装置状况进行动态调整，2022年精细磷酸盐产销量基本稳定，产能利用率水平较高。随着原材料黄磷价格大幅上涨，2022年公司主要精细磷酸盐产品价格明显提升，收入规模增长较快，毛利率水平维持高位，但仍需关注未来产品价格波动对该业务盈利能力的影

**表7 公司黄磷及精细磷酸盐产品产销情况**

产品	项目	2022年	2021年
黄磷	产能（万吨/年）	16.00	16.00
	产量（万吨）	12.30	12.16
	销量（万吨）	4.31	2.03
	存量（万吨）	0.23	0.46

三聚磷酸钠	内耗量（万吨）	8.22	9.92
	产能利用率	76.88%	76.00%
	产销率	35.04%	16.69%
	销售均价（元/吨）	29,303.15	24,146.26
	产能（万吨/年）	11.50	11.50
	产量（万吨）	9.48	10.09
	销量（万吨）	9.37	10.43
	产能利用率	82.43%	87.74%
	产销率	98.84%	103.34%
	销售均价（元/吨）	10,771.04	7,427.10
六偏磷酸钠	产能（万吨/年）	4.80	4.80
	产量（万吨）	4.53	4.30
	销量（万吨）	4.19	4.40
	产能利用率	94.38%	89.58%
	产销率	92.49%	102.33%
	销售均价（元/吨）	12,152.15	9,057.98
次磷酸钠	产能（万吨/年）	5.00	4.50
	产量（万吨）	4.81	4.85
	销量（万吨）	4.82	4.91
	产能利用率	96.20%	107.78%
	产销率	100.21%	101.24%
	销售均价（元/吨）	29,471.8	21,556.65
单氟磷酸钠	产能（万吨/年）	0.40	0.40
	产量（万吨）	0.43	0.36
	销量（万吨）	0.39	0.39
	产能利用率	107.50%	90.00%
	产销率	90.70%	108.33%
	销售均价（元/吨）	22,572.25	17,686.97

注：上表中产能系工程建设初期的备案产能，受益于公司技改，公司实际产能略大于备案产能，故部分年度产能利用率大于100%；以往年度三聚磷酸钠产能数据未提供完整，本次进行调整。

资料来源：公司提供

公司草甘膦业务在国内处于龙头地位，“磷硅盐协同”产业链增强了其成本优势，2022年草甘膦行情景气度较高，带动了该业务的收入和盈利大幅提升，但有机硅价格的下滑导致其收入和毛利均有所下降；2023年一季度，草甘膦和有机硅价格延续下跌态势，或对公司盈利能力产生不利影响

公司草甘膦及副产品的生产和销售主要由子公司湖北泰盛化工有限公司（以下简称“泰盛化工”）及其子公司内蒙古兴发科技有限公司（以下简称“内蒙兴发”）负责。公司形成了“磷硅盐协同”的循环产业链，具有原材料保障优势。草甘膦的主要原材料甘氨酸、黄磷和盐酸主要来自公司内部供给，包括园区自身配套10万吨/年甘氨酸产能、公司本部及子公司规模化的黄磷产能，以及湖北兴瑞硅材料有

限公司（以下简称“湖北兴瑞”）有机硅装置副产盐酸；同时，有机硅装置可以消耗泰盛化工生产草甘膦副产的氯甲烷，有助于降低草甘膦环保风险，并提升其综合经济效益。此外，泰盛化工、湖北兴瑞处于同一个化工园区，有助于提升其原料运输成本优势。

随着内蒙兴发5万吨/年草甘膦项目的建成，2022年公司草甘膦年产能增至23万吨，系我国草甘膦的龙头企业；泰盛化工甘氨酸年产能维持10万吨，主要用于草甘膦生产，富余部分对外销售。2022年草甘膦行情景气度较高，全年草甘膦产品价格明显上涨，收入规模同比扩张较快，毛利率水平增至57.34%，对公司的收入及盈利贡献较大。但2022年四季度草甘膦产品需求萎缩，价格出现下滑；2023年一季度草甘膦市场仍旧低迷，产品价格持续下降，营收和盈利同比降幅较大。

**表8 公司甘氨酸及草甘膦产销情况**

产品	项目	2022年	2021年
甘氨酸	产能（万吨/年）	10.00	10.00
	产量（万吨）	8.73	9.08
	销量（万吨）	1.80	0.20
	存量（万吨）	0.33	0.15
	内耗量（万吨）	6.42	7.65
	产能利用率	87.31%	90.84%
	产销率	20.59%	2.25%
	销售均价（元/吨）	16,896.07	29,646.02
草甘膦	产能（万吨/年）	23.00	18.00
	产量（万吨）	17.39	19.08
	销量（万吨）	15.50	19.06
	产能利用率	66.26%	106.00%
	产销率	89.13%	99.90%
	销售均价（元/吨）	55,938.43	37,379.77

资料来源：公司提供

公司的有机硅业务主要由子公司湖北兴瑞运营，主要产品包括DMC、107胶和110胶，应用于橡胶、纺织、汽车等各个领域，其中DMC作为中间体部分用于内部生产。2022年DMC产能增至17.2万吨/年，产能利用率有所下降，受下游需求不足及甲醇、金属硅等原材料市场弱势运行的影响，DMC、107胶、110胶价格均有所下降。受此影响，2022年有机硅系列产品收入下滑18.90%，毛利率减少19.2个百分点。2023年一季度，有机硅系列产品需求疲软，价格延续下降趋势，收入和盈利表现悲观。为逆转有机硅收入及盈利下滑趋势，公司加强有机硅市场研判，加大有机硅下游特种产品布局，优化生产工艺，严控生产成本。但近年有机硅价格存在下降趋势，仍需关注其价格波动对盈利的影响。

**表9 公司有机硅主要产品产销情况**

产品	项目	2022年	2021年
DMC	产能（万吨/年）	17.20	12.96

(二甲基环硅氧烷混合物)	产量 (万吨)	10.34	11.14
	销量 (万吨)	4.74	2.56
	产能利用率	60.11%	85.96%
	产销率	45.82%	22.98%
	销售均价 (元/吨)	22,823	25,257
107 胶	产能 (万吨/年)	7.00	7.00
	产量 (万吨)	6.43	6.69
	销量 (万吨)	6.40	6.66
	产能利用率	91.88%	95.57%
	产销率	99.54%	99.55%
110 胶	销售均价 (元/吨)	23,995	25,291
	产能 (万吨/年)	8.00	8.00
	产量 (万吨)	5.77	6.69
	销量 (万吨)	5.62	6.71
	产能利用率	72.11%	83.63%
110 胶	产销率	97.34%	100.30%
	销售均价 (元/吨)	24,742	27,762

资料来源：公司提供

肥料业务是公司“矿肥化”产业链的重要一环，2022年肥料产品价格上涨，收入规模快速扩张，但需关注肥料产能消化及价格波动的影响；受益于行业景气度的提升，2022年公司贸易业务运行良好，收入增长较快，但盈利能力偏弱

公司肥料业务主要由子公司宜都兴发经营，主要产品包括磷酸一铵和磷酸二铵。肥料业务是对磷矿石的综合利用，是“矿肥化”产业链的延伸。2022年磷酸一铵和磷酸二铵的产能未发生变化，公司根据市场情况适时调整肥料产品的生产经营，2022年公司侧重生产行情更优的磷酸一铵，磷酸二铵的产销量略有下降。受磷矿石、硫磺等受下游需求增加的影响，磷酸一铵和磷酸二铵产品售价均有所提升，全年肥料营业收入同比增长64.73%。

此外，公司尚有湿法磷酸（折百）产能68万吨/年、精制净化磷酸（折百）产能10万吨/年、硫酸产能200万吨/年，在建精制净化磷酸（折百）产能5万吨/年；公司全资孙公司星兴蓝天现有合成氨产能40万吨/年；参股企业河南兴发拥有复合肥产能38万吨/年。考虑到磷肥市场产能扩张及产能利用率不高，未来需关注公司新增产能消化问题以及价格波动对该业务盈利能力造成的影响。

**表10 公司主要肥料产品产销情况**

产品	项目	2022 年	2021 年
磷酸一铵	产能 (万吨/年)	20.00	20.00
	产量 (万吨)	26.54	24.27
	销量 (万吨)	28.18	22.33

	产能利用率	132.70%	121.35%
	产销率	106.18%	92.01%
	销售均价（元/吨）	3,377.51	2,734.79
磷酸二铵	产能（万吨/年）	80.00	80.00
	产量（万吨）	51.58	58.96
	销量（万吨）	52.44	55.84
	产能利用率	64.48%	73.70%
	产销率	101.67%	94.71%
	销售均价（元/吨）	4,587.89	3,261.71

资料来源：公司提供

公司贸易业务主要由子公司湖北兴发国际贸易有限公司等运营，贸易产品主要以公司、联营单位的自产同类产品及相关产业产品为主导方向，产品种类繁多，包括磷铵、有机硅、乙二醇、肥料等，主要贸易区域包括国内的华东、华中、东北、西南和国外的亚洲、欧洲、北美洲。公司随行就市开展贸易业务，贸易产品及规模变动较大，2022年前五大贸易产品的销量大幅增加，全年贸易业务收入增长明显，但毛利率水平仍偏低。

**表11 公司贸易业务前五大产品销售额（单位：万元）**

2022年		2021年	
产品名称	销售金额	产品名称	销售金额
工业级二甲基亚砷	75,187.49	工业级二甲基亚砷	45,652.37
54%草甘膦异丙胺盐水剂（贸易用）	57,202.55	30%草甘膦水剂	28,450.47
复合肥	23,525.34	磷酸三乙酯	22,222.31
工业黄磷\贸易用	21,971.04	复合肥	19,260.56
硫磺	21,090.89	硫磺	18,731.40
<b>合计</b>	<b>198,977.31</b>	<b>合计</b>	<b>134,317.10</b>

资料来源：公司提供

公司在建项目有助于增强现有产业链的规模和协同优势，但项目建设仍存在一定的资本支出压力，同时完工投产后的产能消化及收益实现均有待观察

公司主要在建项目规模较大，主要包括有机硅、磷酸铁、草甘膦、磷酸等的生产项目。截至2022年末，公司主要在建项目总投资139.47亿元，累计已投资46.56亿元，其中本期债券募投项目累计已投资5.39亿元，其余项目尚需投资规模较大，公司存在一定的资金支出压力。随着在建项目的完工投产，公司产业链优势将进一步拓展，增加规模和协同优势，但目前有机硅等产品产能利用率低，新增产能能否消化尚待观察，且部分项目投资规模大、建设周期长，随着未来行业环境、市场供需关系的变化，项目能否实现预期收益存在不确定性。

**表12 截至 2022 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	所产产品	总投资	已投资
兴瑞 40 万吨/年有机硅新材料项目	有机硅	25.13	5.53
有机硅新材料一体化循环项目—有机硅装置	有机硅	23.08	3.90
兴友 20 万吨/年磷酸铁项目-一期 10 万吨/年电池级磷酸铁*	磷酸铁	21.84	4.11
有机硅新材料一体化循环项目-草甘膦综合利用项目	草甘膦	20.00	17.69
股份后坪 200 万吨/年磷矿选矿及管道运输项目	磷矿	8.87	0.65
兴瑞 8 万吨/年功能性硅橡胶项目*	硅橡胶	8.24	0.23
兴福 6 万吨/年芯片用超高纯电子级化学品项目	电子化学品	6.34	5.14
宜都 10 万吨/年湿法磷酸精制技术改造项目-扩能*	湿法磷酸	5.51	1.05
兴福 3 万吨/年电子级磷酸项目	电子磷酸	4.19	0.48
新疆兴发 50000 吨 / 年二甲基亚砷项目（二期）	二甲基亚砷	3.75	3.28
兴晨 2 万吨/2,4-D、5000 吨/年二甲四氯及配套制剂项目	二甲四氯	3.67	0.15
瑞佳 20 万吨/年 RTV 项目（一期）	光伏胶	2.37	0.26
兴福 10 万吨/年超高纯液体三氧化硫项目	三氧化硫	2.27	1.99
股份瓦屋 100 万吨/年磷矿光电选矿项目	磷矿	1.58	0.10
贵州兴发 1 万吨/年二甲基二硫醚（DMDS）装置项目	二甲基二硫醚	1.36	1.10
兴福 3 万吨/年电子级磷酸技术改造项目	电子化学品	1.27	0.90
<b>合计</b>		<b>139.47</b>	<b>46.56</b>

注：\*为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）所审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制，其中2021年数据采用2022年审计报告期初数2022年合并报表范围变化情况详见表1。

财政部于2021年12月30日发布了《企业会计准则解释第15号》（财会〔2021〕35号）（以下简称“解释15号”），规定公司及其子公司自2022年1月1日起，对固定资产达到预定可使用状态前产出的产品或副产品对外销售（以下统称“试运行销售”）产生的相关收入和成本分别进行会计处理，计入当期损益，再将试运行销售相关收入抵销相关成本后的净额冲减固定资产成本；试运行产出的有关产品或副产品在对外销售前，符合资产确认条件的确认为存货或其他相关资产。对于以前年度发生的试运行销售，公司及子公司均按照解释15号的规定进行追溯调整。

上述会计政策变更引起的追溯调整对财务报表的主要影响如下：

**表13 公司会计科目调整情况（单位：万元）**

资产负债表科目	2021年12月31日	2022年1月1日	调整数
固定资产	1,895,744.23	1,894,586.30	-1,157.93
在建工程	294,859.74	295,694.30	834.56
盈余公积	52,741.12	52,917.27	176.14
少数股东权益	155,511.72	155,012.70	-499.01
未分配利润	604,095.79	604,095.29	-0.50
利润表科目	2021年度（调整前）	2021年度（调整后）	调整数
营业收入	2,384,468.61	2,390,209.02	5,740.41
营业成本	1,583,458.28	1,589,765.88	6,307.61

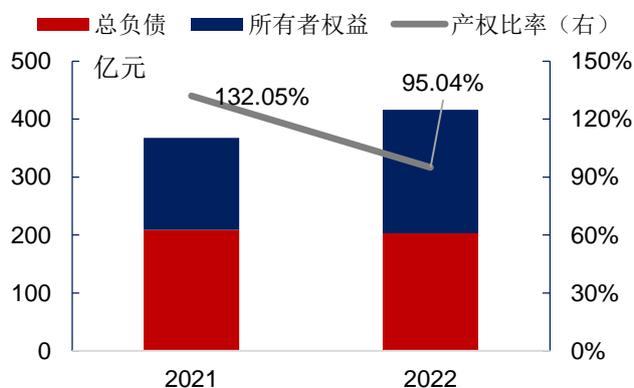
资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

根据公司《关于前期会计差错更正的公告》，2022年1月公司子公司宜都兴发完成收购宁通物流股权事项，经自查发现，公司控股股东宜昌兴发于2019年从第三方收购宁通物流股权时，未严格按照企业会计准则的相关规定编制合并财务报表，故公司对2022年一季报合并财务报表进行差错更正。此外，公司因合并子公司对2021年度财务数据进行了追溯调整。

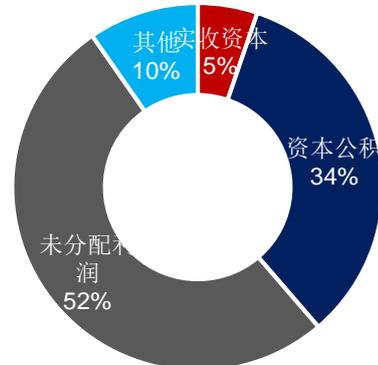
### 资本实力与资产质量

受益于经营利润的提升，2022年公司资本实力有所增强，资本结构明显改善，总资产规模持续扩大，但资产构成以厂房设备等重资产为主，部分资产使用受限，且以化工原材料和产品为主的存货易受价格波动的影响而存在跌价风险

2022年公司所有者权益规模持续增长，主要系公司2022年度业绩表现较好，未分配利润规模快速增长，同时公司收购泰盛化工少数股权导致资本公积的大幅增加。公司2022年成功发行28亿元可转债，但由于借款的偿还规模较大，2022年末总负债规模减少，产权比率同比下降，公司资本结构明显改善。

**图11 公司资本结构**


资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

**图12 2022年末公司所有者权益构成**


资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金增长较快，现金类资产充裕。受本期债券发行的影响，2022年末公司货币资金余额增

至47.19亿元，占总资产的11.34%，其中票据保证金和借款保证金构成的受限货币资金0.82亿元。由于以票据方式结算的客户偿付款项情况较好，2022年末时点的应收票据规模不大，形成的应收账款占比不高。

公司磷化工产业链齐全，业务涉及产品和原材料种类丰富，存货中的原材料主要为磷矿石、黄磷等生产性原料，库存商品主要为草甘膦、磷铵等化工类产品，2022年末存货的账面价值略有提升，考虑到公司原材料及产品价格波动较大，需关注存货的跌价风险。

公司的对外投资包括股权投资和非股权投资，股权投资主要系对联营企业和合营企业的投资，2022年公司新增对宜都市聚源热电有限公司、四川锂能矿业有限公司、湖北磷氟锂业有限公司等的投资，2022年末公司长期股权投资权益法下确认的投资收益合计3.14亿元，宣告发放的股利和利润合计1.73亿元。非股权投资主要系在建工程的投入，主要包括有机硅、磷酸盐等项目投入，随着部分项目的完工转固，公司的在建工程账面价值下降，固定资产账面价值提升。经过多年的生产投入，公司形成了大规模的生产用设备、厂房等，固定资产成为公司总资产的最主要构成，2022年末固定资产占总资产的56.09%，规模较大的固定资产存在一定的折旧费用，一定程度上侵蚀了公司利润。

此外，公司通过并购子公司形成了一定规模的商誉，2022年末泰盛化工、内蒙兴发商誉的期末余额分别为8.74亿元和2.46亿元，是公司商誉的最主要的构成，公司商誉累计计提减值准备3.63亿元，其中2022年度计提减值0.25亿元，需关注并购标的经营不达预期的商誉减值风险。

**表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	47.19	11.34%	32.41	8.82%
应收账款	9.28	2.23%	9.34	2.54%
存货	25.21	6.06%	24.47	6.66%
<b>流动资产合计</b>	<b>92.72</b>	<b>22.28%</b>	<b>90.69</b>	<b>24.69%</b>
长期股权投资	19.37	4.65%	17.43	4.75%
固定资产	233.41	56.09%	189.46	51.57%
在建工程	24.66	5.92%	29.57	8.05%
无形资产	24.57	5.90%	21.23	5.78%
商誉	9.48	2.28%	8.67	2.36%
<b>非流动资产合计</b>	<b>323.41</b>	<b>77.72%</b>	<b>276.66</b>	<b>75.31%</b>
<b>资产总计</b>	<b>416.12</b>	<b>100.00%</b>	<b>367.35</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

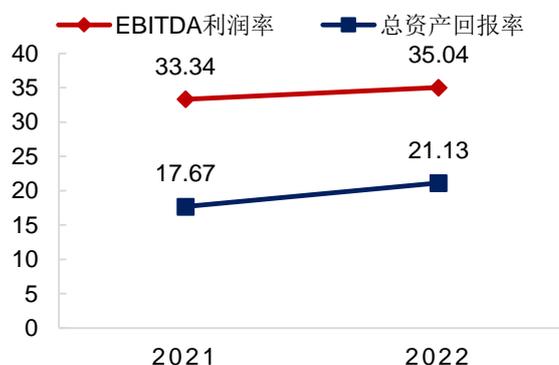
整体来看，受益于利润规模的扩大，公司资本实力不断增强，总资产规模持续扩大，现金类资产充裕，但资产构成以生产经营设备、厂房等重资产为主，截至2022年末包括货币资金、应收票据、固定资产、无形资产在内的受限资产合计17.41亿元，占总资产的4.18%，同时需关注存货跌价和商誉减值风险。

## 盈利能力

公司的产业链优势及主要产品价格的高位运行，带动了2022年盈利能力的提升，但产品价格的高景气或难以持续，公司未来的盈利能力可能存在较大波动

公司是国内磷化工行业的龙头企业之一，磷产业链齐全，2022年行业景气度提升，磷矿石、黄磷及磷酸盐、草甘膦等主要产品价格维持高位，全年净利润规模持续增加，受益于此，2022年公司EBITDA利润率和总资产回报率保持提升，盈利情况表现较好。但公司所处行业产品价格市场化程度较高，2023年一季度，草甘膦和有机硅产品价格下跌，下游需求低迷，当期净利润同比下滑幅度较大，未来仍需关注市场供需格局变动和价格波动对公司盈利能力的影响。

图13 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

公司利润和现金流入规模的扩大降低了杠杆水平，短期债务的减少优化了债务结构，公司各项偿债能力指标均有所好转，同时获取流动性资源的能力较强，但需关注未来利润的波动可能会对公司偿债能力产生的影响

随着银行借款的到期偿付，2022年末公司总债务规模有所下降，期限结构由以短期债务为主变更为以长期债务为主，债务结构有所优化。具体来看，2022年末长期债务占总负债的39.88%，主要由长期借款和应付债券构成，长期借款多为项目贷款，应付债券系本期债券；短期债务占比相对较低，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债。

公司的经营性债务主要为应付账款，系业务开展过程中的应付材料款以及项目建设过程中的应付工程款，2022年末应付账款的占比仍较高，无账龄超过1年的重要应付款。

**表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	19.37	9.55%	41.03	19.63%
应付账款	42.93	21.17%	42.85	20.50%
一年内到期的非流动负债	15.93	7.85%	32.06	15.34%
<b>流动负债合计</b>	<b>106.54</b>	<b>52.54%</b>	<b>140.51</b>	<b>67.22%</b>
长期借款	52.84	26.06%	53.46	25.57%
应付债券	26.56	13.10%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>96.23</b>	<b>47.46%</b>	<b>68.54</b>	<b>32.78%</b>
<b>负债合计</b>	<b>202.77</b>	<b>100.00%</b>	<b>209.05</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	118.86	58.62%	129.71	62.05%
其中：短期债务	37.98	18.73%	74.38	35.58%
长期债务	80.87	39.88%	55.33	26.47%

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

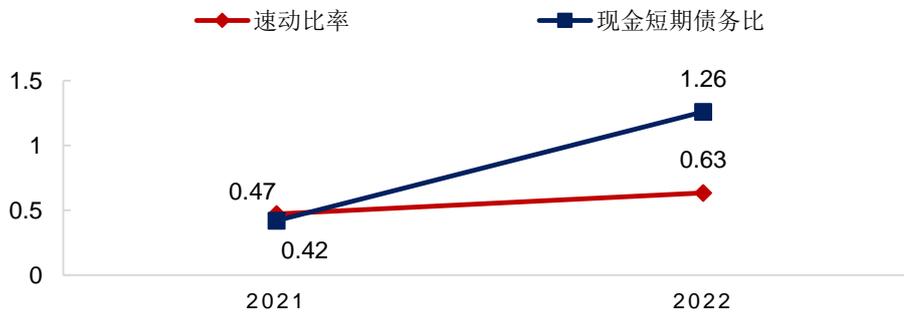
随着收入规模的扩大和利润水平的提升，2022年公司经营活动现金流入规模扩大，FFO和EBITDA明显增长，现金流指标表现较好，主业现金生成能力增强。由于公司总债务规模缩减，净债务同比下降，利润及资本对债务的覆盖程度提升，资产负债率水平下降，公司的杠杆状况明显好转。但公司2023年一季度净利润水平有所下滑，需关注未来盈利状况的波动对公司偿债能力的影响。

**表16 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2022年	2021年
经营活动现金流	68.84	53.56
FFO	86.55	67.43
资产负债率	48.73%	56.91%
净债务/EBITDA	0.72	1.30
EBITDA 利息保障倍数	21.91	16.34
总债务/总资本	35.78%	45.04%
FFO/净债务	112.51%	65.24%
经营活动净现金流/净债务	89.49%	51.82%
自由活动现金流/净债务	58.75%	37.03%

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

受本期债券发行及经营业绩较好的影响，2022年末公司现金类资产充裕，同时短期债务的下降，导致现金短期债务比提高较快，速动比率也有所提升，流动性比率指标表现好转，但公司资产构成以重资产为主，速动比率指标水平偏低。此外，作为国内磷化工龙头企业及宜昌大型国有企业，公司授信充沛，2022年末授信总额合计223.27亿元，尚未使用授信额度为139.31亿元；且作为上市公司，公司近年持续通过定增、债券融资等推进项目建设及补充流动资金，获取流动性资源的能力较强。

**图14 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

公司近一年未发生ESG风险因素，但公司作为化工类企业，仍面临一定的安全和环保风险

#### 环境因素

公司近一年未有空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生。但公司的主要生产基地分布在长江干支流沿岸，部分产品属于危险化学品。随着“碳达峰”、“碳中和”目标的提出及《长江保护法》实施，国家对于化工企业，尤其是沿江化工企业的安全环保监管将更加严苛，公司面临较大的安全环保压力。

#### 社会因素

公司近一年未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资、发生员工安全事故等负面舆情事件出现。但磷化工生产经营过程存在易燃风险，未来公司安全经营情况仍需关注。

#### 公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。

近年公司治理制度运行良好，但董事、监事、高级管理人员、持股公司 5%以上股份的股东及相关工作经验人员对于《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》等法律法规的培训工作需进一步加强。根据公司 2022 年 11 月 22 日公告，公司副总经理赵勇因家属误操作，在公司未披露减持股份计划的情况下，于 2022 年 11 月 18 日通过集合竞价交易方式减持了赵勇持有的公司股份 22,500 股，违反了《上海

证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》的相关规定。根据公司2023年2月4日公告，公司副总经理赵勇于2022年10月31日卖出本期债券2,270张，获取收益25,258.29元，该交易构成短线交易，赵勇已主动上交本次交易的收益至公司。根据公司2023年3月6日公告，湖北省证监局出具了《关于对赵勇采取出具警示函措施的决定》，对赵勇短线交易行为采取出具警示函的行政监管措施，并计入证券期货市场诚信档案。

公司董事及核心管理团队成员基本稳定，2022年公司十届八次董事会选举胡国荣、薛冬峰为独立董事，公司董事易行国和副总经理李少平离任；2023年1月公司聘任张桥为副总经理；2023年3月，公司监事陈芳离任，周相琼任公司监事；2023年4月，倪小山因退休原因辞去副总经理职务。根据行业特点和经营管理需要，公司设有采购部、物流部、投资发展部等部门，组织结构图见附录三。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2023年4月7日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行本期债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2022年1月1日至报告查询日（2023年4月20日），未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## （三）或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额合计4.10亿元，占当期末净资产的1.92%，其中对富彤化学有限公司的担保均设置的反担保措施，其余被担保方除兴山县人民政府国有资产监督管理局外，均系公司参股企业，未设置反担保措施。

**表17 截至2022年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
富彤化学有限公司	9,700.00	2024/1/27	有
富彤化学有限公司	1,000.00	2025/6/28	有
富彤化学有限公司	2,000.00	2023/6/27	有
兴山县人民政府国有资产监督管理局	9,500.00	2028/8/17	无
保康县尧治河桥沟矿业有限公司	14,000.00	2023/3/25	无
河南兴发昊利达肥业有限公司	1,800.00	2025/6/7	无
河南兴发昊利达肥业有限公司	950.00	2025/2/13	无
河南兴发昊利达肥业有限公司	1,000.00	2023/8/19	无
河南兴发昊利达肥业有限公司	1,000.00	2023/6/28	无
<b>合计</b>	<b>40,950.00</b>	-	-

资料来源：公司提供

## 八、外部特殊支持分析

公司是宜昌兴发的重要子公司，截至2022年末，宜昌兴发直接持有公司19.38%股权。

中证鹏元认为公司对宜昌兴发的重要性为极其重要，在公司面临债务困难时，宜昌兴发提供特殊支持的意愿几乎肯定，主要体现在以下方面：

(1) 公司是宜昌兴发的核心子公司，所从事的磷化工业务，是宜昌兴发战略规划的核心业务。

(2) 公司是宜昌兴发下属唯一上市子公司，在资产、收入、利润和现金流方面对宜昌兴发的贡献很大。

(3) 公司违约会对宜昌兴发的声誉或品牌形象、融资渠道或融资成本产生较大的影响。

## 九、结论

2022年磷矿石、黄磷、草甘膦等价格高位运行以及下游需求旺盛，带动公司收入和盈利能力的明显提升，经营性现金流入规模持续扩大，公司的资本结构、杠杆比率、债务结构显著优化。基于丰富的磷矿石和水电资源，以及“矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”的产业链优势，结合多年的业务发展，公司已成为磷化工行业的龙头企业之一，主要产品在行业内竞争力较强。但公司产品的市场化程度较高，主要产品的高景气或难以持续，未来盈利状况可能存在波动；同时公司在建项目仍存在一定的资金支出压力。综合来看，公司已形成完整的磷化工产业链，具备资源、规模、成本等优势，抵御风险的能力仍较强。

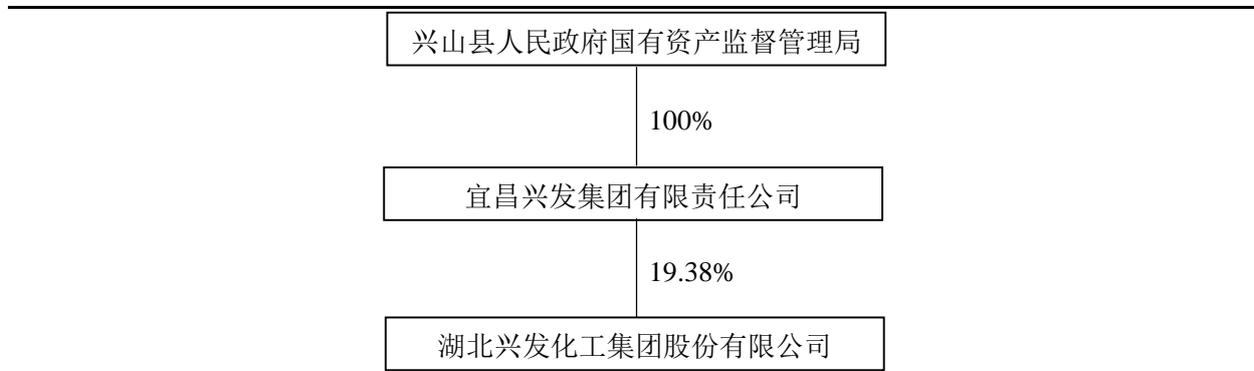
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“兴发转债”的信用等级为AA+。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	47.19	32.41	21.79
流动资产合计	92.72	90.69	65.40
固定资产	233.41	189.46	150.64
非流动资产合计	323.41	276.66	231.27
资产总计	416.12	367.35	296.67
应付账款	42.93	42.85	30.37
流动负债合计	106.54	140.51	131.10
长期借款	52.84	53.46	36.01
应付债券	26.56	0.00	9.23
非流动负债合计	96.23	68.54	57.11
负债合计	202.77	209.05	188.21
总债务	118.86	129.71	122.68
所有者权益	203.00	142.80	94.94
营业收入	303.11	239.02	183.17
营业利润	82.13	59.35	7.70
净利润	67.96	47.34	5.97
经营活动产生的现金流量净额	68.84	53.56	24.05
投资活动产生的现金流量净额	-21.32	-15.72	-10.18
筹资活动产生的现金流量净额	-30.80	-23.96	-9.83
财务指标	2022年	2021年	2020年
EBITDA	106.20	79.68	26.76
FFO	86.55	67.43	18.49
净债务	76.92	103.35	108.79
销售毛利率	35.61%	33.49%	13.27%
EBITDA 利润率	35.04%	33.34%	14.61%
总资产回报率	21.13%	17.67%	4.30%
资产负债率	48.73%	56.91%	63.44%
净债务/EBITDA	0.72	1.30	4.07
EBITDA 利息保障倍数	21.91	16.34	4.54
总债务/总资本	35.78%	45.04%	53.08%
FFO/净债务	112.51%	65.24%	16.99%
速动比率	0.63	0.47	0.38
现金短期债务比	1.26	0.42	0.24

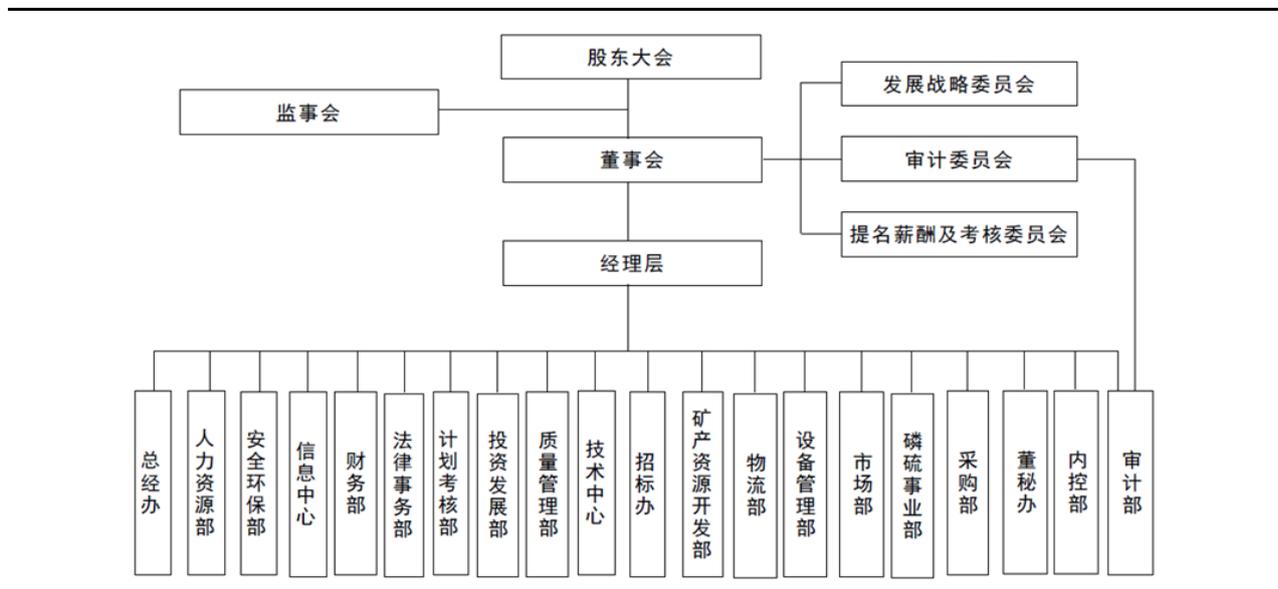
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元，%）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
兴山巨安爆破工程有限公司	100.00	100.00	施工
湖北省兴发磷化工研究院有限公司	8,520.00	100.00	检测服务
湖北兴福电子材料股份有限公司	36,000.00	55.29	电子材料
宜都兴发化工有限公司	337,650.00	100.00	化工
保康楚烽化工有限责任公司	16,500.00	100.00	化工
湖北泰盛化工有限公司	20,000.00	100.00	化工
湖北兴发国际贸易有限公司	5,000.00	100.00	化工
兴山安捷电气检测有限公司	50.00	100.00	检测服务
湖北兴瑞硅材料有限公司	11,000.00	100.00	化工
宜昌兴通物流有限公司	5,665.00	100.00	服务
贵州兴发化工有限公司	8,000.00	51.00	化工
襄阳兴发化工有限公司	50,000.00	100.00	化工
新疆兴发化工有限公司	10,000.00	100.00	化工
兴发闻达巴西有限公司	268.27 万雷亚尔	51.00	贸易
兴发美国有限公司	500 万美元	100.00	贸易
兴发香港进出口有限公司	1,024 万美元	100.00	贸易
广东粤兴发进出口有限公司	5,000.00	100.00	贸易
瓮安县龙马磷业有限公司	16,000.00	100.00	化工
兴发（上海）国际贸易有限公司	5,000.00	100.00	贸易
兴发欧洲有限公司	100 万欧元	100.00	贸易
宜昌能兴售电有限公司	5,000.00	100.00	售电
湖北吉星化工集团有限责任公司	10,000.00	55.00	化工
内蒙古兴发科技有限公司	40,000.00	100.00	化工
兴发阿根廷股份有限公司	10 万比索	90.00	贸易
湖北兴拓新材料科技有限公司	3,000.00	51.00	化工
宜昌科林硅材料有限公司	6,000.00	100.00	化工
荆州市荆化矿产品贸易有限公司	3,000.00	70.00	采掘
阿坝州嘉信硅业有限公司	3,000.00	80.00	化工

湖北兴晨科技有限公司	5,500.00	51.00	化工
湖北兴友新能源科技有限公司	30,000.00	51.00	化工
宜昌星兴蓝天科技有限公司	67,423.65	100.00	化工
宜都宁通物流有限公司	26,528.57	100.00	港口运输
贵州瓮安巨鑫建材发展有限公司	3,000.00	100.00	建材
湖北瑞佳硅材料有限公司	10,000.00	100.00	化工
保康九路寨旅游开发有限公司	4,000.00	100.00	文旅
湖北兴恒矿业有限公司	20,000.00	95.00	采掘
上海兴福电子材料有限公司	20,000.00	55.29	电子材料
湖北兴顺矿业有限公司	30,000.00	10.00	采掘
天津兴福电子材料有限公司	10,000.00	55.29	电子材料
湖北兴宏矿业有限公司	10,000.00	100.00	采掘
湖北环宇化工有限公司	600.00	100.00	化工

资料来源：公司 2022 年年报、公司提供

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

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

### 四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。