

信用等级通知书

东方金诚主评字【2023】0336号

湖北宜化化工股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司的信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定。该主体信用等级及评级展望在 2024 年 12 月 19 日内有效，期间如有评级调整则以最新调整为准。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二三年十二月二十日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自 2023 年 12 月 20 日至 2024 年 12 月 19 日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司
2023 年 12 月 20 日

湖北宜化化工股份有限公司 主体信用评级报告

主体信用等级 ¹	评级展望	评级日期	评级组长	小组成员
AA+	稳定	2023/12/20	任志娟	乔艳阳

主体概况	评级模型				
	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分	
湖北宜化化工股份有限公司（以下简称“湖北宜化”或“公司”）主要从事磷酸二铵、尿素等化肥产品及聚氯乙烯等氯碱产品的生产和销售。控股股东为湖北宜化集团有限责任公司（以下简称“宜化集团”），实际控制人为宜昌市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“宜昌市国资委”）。	企业规模	营业收入	25.00	15.56	
	市场竞争力	市场份额	6.00	4.80	
		产品结构	10.00	6.00	
		技术水平	8.00	4.80	
	盈利能力	毛利率	8.00	5.81	
		总资产收益率	5.00	5.00	
	债务负担与保障程度	资产负债率	10.00	5.05	
		经营活动现金流动负债比	12.00	12.00	
		EBITDA/利息支出	10.00	10.00	
		全部债务/EBITDA	6.00	5.06	
	调整因素			无	
	个体信用状况			aa	
	外部支持			+1	
	评级模型结果			AA+	

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异

评级观点

公司磷酸二铵、尿素及聚氯乙烯产能位居行业前列，季戊四醇产能亚洲第一，市场地位及综合竞争力很强；公司生产基地位于宜昌市等国内磷矿主产区以及内蒙古、新疆等低成本煤电区域，石灰石及电石自给率高且宜化集团磷矿资源丰富，具备一定综合成本优势；公司建成了全国性销售渠道和网络，公司化肥及氯碱产品销售收入和毛利润持续增长。同时，东方金诚关注到，聚氯乙烯需求及价格偏弱，公司聚氯乙烯业务毛利率持续下滑；原子公司新疆宜化 2017 年发生重大安全事故，公司未来仍需重视安全环保管理；公司在建项目投资规模较大，后续资金主要来源于自有资金、银行借款及募集资金等，存在一定资本支出压力。

外部支持方面，公司控股股东为宜化集团，作为宜昌市重点国有化工企业，综合实力很强；公司是宜化集团磷化工和氯碱化工的主要运营主体及核心上市子公司，持续在矿产资源保障、融资等方面获得控股股东及相关方的较强支持，预计未来控股股东宜化集团对公司支持意愿极强。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，违约风险很低。

同业比较

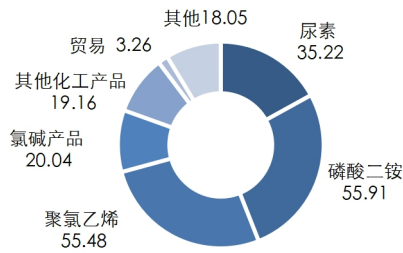
项目	湖北宜化	湖北兴发化工集团股份有限公司	唐山三友化工股份有限公司	新疆天业股份有限公司
资产总额 (亿元)	196.67	416.12	276.07	200.51
营业总收入 (亿元)	207.13	303.11	236.80	116.46
毛利率 (%)	19.09	35.61	19.31	19.57
利润总额 (亿元)	29.69	78.71	16.89	9.92
资产负债率 (%)	65.38	48.73	47.20	45.51
经营现金流动负债比 (%)	51.28	64.61	31.82	30.03
流动比率 (%)	74.29	87.02	136.38	184.86

注：以上企业最新主体信用等级均为 AA+/稳定，数据来源于企业公开披露的 2022 年数据，东方金诚整理。

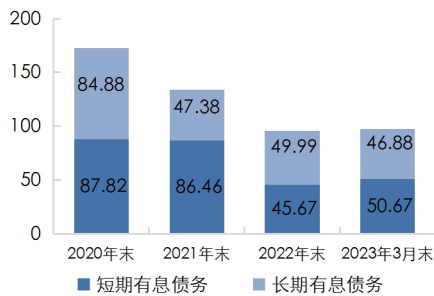
¹ 本次主体评级信息的有效期限列示于信用等级通知书，有效期满后自动失效，请报告使用者仅参考处于有效期内的主体评级信息。

主要指标及依据

2022年收入构成(亿元)



近年公司有息债务结构(亿元)



主要数据和指标

项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
资产总额(亿元)	220.16	208.66	196.67	200.31
所有者权益(亿元)	13.44	39.68	68.09	70.66
全部债务(亿元)	172.70	133.84	95.66	97.55
营业总收入(亿元)	138.05	185.44	207.13	47.18
利润总额(亿元)	2.38	22.44	29.69	2.98
经营性净现金流(亿元)	12.61	36.59	38.61	9.55
营业利润率(%)	10.11	24.01	18.55	12.45
资产负债率(%)	93.90	80.98	65.38	64.73
流动比率(%)	55.67	61.02	74.29	70.17
全部债务/EBITDA(倍)	8.36	3.49	2.17	-
EBITDA利息倍数(倍)	2.75	7.66	12.78	-

注:表中数据来源于公司2020年~2022年的审计报告及2023年1~3月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司围绕磷矿资源开发形成了上下游一体化循环经济产业链,磷酸二铵、尿素及聚氯乙烯产能位居行业前列,季戊四醇产能亚洲第一,市场地位及综合竞争力很强;
- 公司生产基地位于宜昌市等国内磷矿主产区以及内蒙古、新疆等低成本煤电区域,石灰石及电石自给率高且宜化集团磷矿资源丰富,磷肥基地临近长江,可进行低成本水路运输,具备一定综合成本优势;
- 公司建成了全国性销售渠道和网络,品牌和渠道优势很强,近年磷肥销售价格上升,叠加烧碱行业供给放缓、下游需求提升,公司化肥及氯碱产品销售收入和毛利润持续增长;
- 公司控股股东宜化集团综合实力很强,作为其磷化工和氯碱化工的主要运营主体及核心上市子公司,公司在矿产资源保障及融资等方面持续得到控股股东及相关方的较强支持。

关注

- 2022年以来,房地产景气度下行,聚氯乙烯需求及价格偏弱,公司聚氯乙烯业务毛利率持续下滑;
- 原子公司新疆宜化2017年发生重大安全事故,化工行业安全生产风险较高,公司未来仍需重视安全环保管理;
- 公司在建项目投资规模较大,后续资金主要来源于自有资金、银行借款及募集资金等,存在一定资本支出压力。

评级展望

公司评级展望为稳定。依托于产能规模优势和生产基地布局优势,预计随着技改及搬迁项目产能逐步释放、新产品研发持续推进,公司生产效率和产品结构进一步优化,仍将保持很强的市场竞争力。

评级方法及模型

《化工企业信用评级方法及模型(RTFC004202208)》

历史评级信息

无

主体概况

公司主要从事尿素、磷酸二铵等化肥产品和聚氯乙烯等氯碱产品的生产和销售，控股股东为宜化集团，实际控制人为宜昌市国资委

湖北宜化化工股份有限公司（以下简称“湖北宜化”或“公司”）主要从事尿素、磷酸二铵等化肥产品和聚氯乙烯等氯碱产品的生产和销售。截至2023年3月末，公司实收资本为8.98亿元，控股股东为湖北宜化集团有限责任公司（以下简称“宜化集团”），实际控制人为宜昌市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“宜昌市国资委”）。

公司前身为始建于1977年的湖北宜昌化工厂。1992年经湖北省体改委鄂改[1992]42号批准，以定向募集方式设立湖北宜化（集团）股份有限公司，总股本4903.54万股。1995年5月，公司更为现名。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，公司于1996年8月，公司在深交所上市（股票简称“湖北宜化”，股票代码000422.SZ），公司股本增加至6538.54万股。2006年4月，湖北省人民政府国有资产监督管理委员会下发《省国资委关于湖北宜化化工股份有限公司股权分置改革方案涉及的国有股权管理事项的批复》（鄂国资产权[2006]64号），公司股权分置改革方案实施完毕。后经多次送股、配股、公积转增股本及非公开发行，截至2023年9月末，公司实收资本为10.58亿元，宜化集团持有公司19.69%股份，为公司控股股东，公司实际控制人为宜昌市国资委。

公司主要从事尿素、磷酸二铵等化肥产品和聚氯乙烯等氯碱产品的生产和销售，是国内主要的化肥生产企业之一，通过布局“磷矿-磷肥-磷化工”产业链，充分利用湖北省磷矿资源及内蒙古、新疆地区煤电资源优势，且自有石灰石储量4832.54万吨，化肥业务具有较强的规模优势和行业竞争力，氯碱化工产能处于行业前列。截至2023年3月末，公司具有年产156万吨尿素、126万吨磷酸二铵、84万吨聚氯乙烯（PVC）、68万吨烧碱、10万吨保险粉、6万吨季戊四醇的产能，同时配套年产200万吨硫酸、105万吨电石和90万吨合成氨的生产装置。

截至2023年9月末，公司资产总额为214.23亿元，所有者权益85.88亿元，资产负债率为59.91%。2022年和2023年1~9月，公司实现营业总收入分别为207.13亿元和137.03亿元，利润总额分别为29.69亿元和7.31亿元。

个体信用状况

宏观经济与政策环境

稳增长政策发力下，2023年三季度经济修复势头转强，并有望在四季度延续

三季度GDP同比增速为4.9%，低于二季度的6.3%。不过，由于去年同期基数变化剧烈，当前经济修复力度要通过两年平均增速衡量。三季度这一数据为4.4%，大幅好于二季度的3.3%。这主要源于在促消费政策加力以及消费内生修复动力等因素共同作用下，三季度居民消费动能回升，特别是旅游、出行等服务消费较快增长。另外，三季度投资数据“明弱实强”，扣除PPI通缩因素的实际投资增速保持较高水平，体现当季专项债发行提速，企业中长期贷款高增，稳

投资政策集中发力带来的具体效果。以上这些积极因素有效对冲了房地产行业持续低迷、外需放缓造成的拖累，推动三季度经济运行好于预期。

不过，当前经济增速距离常态增长水平还有一段距离，特别是居民实际消费增速仍仅相当于正常增长水平的一半左右。这也可从近期 CPI 涨幅明显偏低等方面得到印证。

展望四季度，稳增长政策将持续发力显效，经济修复动能有望进一步转强。加之上年同期增速基数下沉，预计四季度 GDP 同比将达到 5.5%，两年平均增速将保持在 4.4% 左右。这意味着全年 GDP 增速将达到 5.3%，完成年初设定的“5.0% 左右”增长目标的难度不大。从“三驾马车”来看，四季度经济增长动能有望全面改善，其中消费将继续保持修复势头，投资增速有望“由降转升”，外需对经济增长的拖累效应也将有所缓解。需要指出的是，尽管近期大型房企风险事件仍在暴露，但在稳楼市措施持续加码的前景下，四季度房地产市场有望企稳回升，其对消费、投资信心的影响也会有所减弱。

四季度宏观政策将继续发力，引导经济持续修复，其中房地产支持政策力度会进一步加大

在房地产行业持续低迷的背景下，当前经济复苏的基础仍不牢固，需要宏观政策继续保持稳增长取向，特别是需要基建投资和制造业投资增速保持较高水平，对冲房地产投资大幅下滑带来的影响。为此，在专项债发行进入“空窗期”后，四季度准财政政策有可能接力支持基建投资，预计政策性开发性金融工具额度将上调 3000 亿元。货币政策方面，当前物价水平偏低，着眼于支持银行信贷投放、为特殊再融资债券大规模发行创造有利的市场条件，四季度央行有可能再次降准，或持续大幅加量续做 MLF。同时，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，其中的关键是引导居民房贷利率进一步下行。为此，也不排除央行继续降息，或单独下调 5 年期以上 LPR 报价的可能。

需要指出的是，在地方政府土地出让金收入大幅下降的背景下，当前用于置换地方政府各类隐性债务的特殊再融资债券正在大规模发行。但在“防止一边化债一边新增”的原则下，未来城投债发行有可能面临更为严格的监管环境。

行业分析

公司主要从事尿素、磷酸二铵等化肥产品以及聚氯乙烯等化工产品的生产和销售，属于化肥和氯碱行业。

化肥行业

近年全球农产品供需收紧，世界各国政府高度重视粮食安全，粮食价格持续上涨，粮食作物种植面积企稳，化肥需求有所回升

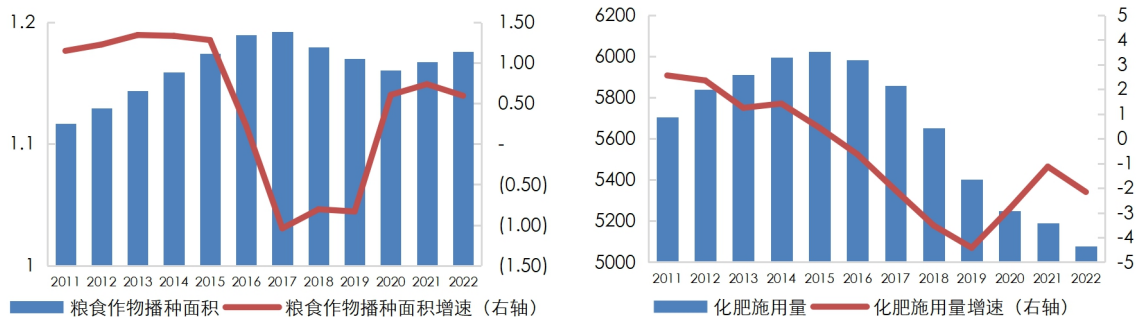
随着农业供给侧改革的推进，粮食生产提质增效，2016 年~2020 年我国粮食作物播种面积持续下降。2020 年以来，世界各国政府高度重视粮食安全，中央一号文件强调，“粮食生产要稳字当头，稳政策、稳面积、稳产量”。同时，2020 年下半年以来，大宗商品价格上涨，从化肥、塑料薄膜成本端和生物燃料替代效应等方面推动粮食价格上涨，各国为维护本国粮食安全，出台粮食出口限制政策，全球农产品价格快速上涨，带动农民种粮意愿提升，国内粮食作物播种面积企稳回升，2020 年~2022 年，我国粮食种植面积保持增长。

农业部于 2015 年发布《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》，提出要通过推进精准施肥、调整化肥使用结构、有机肥替代化肥，力争 2020 年化肥使用量实现零增长。2019 年~2022 年，受播种面积减少，化肥施用量零增长政策的影响，我国化肥施用量持续下降。2020 年~2021 年，随着农产品价格上涨，粮食作物种植面积企稳，我国化肥施用量降幅收窄，2022 年降幅有所增加。

受益于出口关税下调、海外需求增长和外部环境发生重大不利变化导致海外化肥开工率下滑等因素影响，2019 年~2021 年，我国肥料出口逐年增长，分别为 2777.00 万吨、2923.90 万吨和 3301.20 万吨；2022 年，国家对化肥出口加大法检和管控，化肥出口规模下降至 2486.80 万吨。

2021 年，《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》发布，围绕提升粮食和重要农产品供给保障能力，明确要求“十四五”时期要稳定粮食播种面积、提高单产水平，推动农业现代化等提出了具体的部署。中国是人口大国，粮食安全至关重要，基于粮食生产对肥料的刚性需求，肥料供应将长期稳定。2022 年 2 月，《中共中央国务院关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》文件第一部分突出强调要全力抓好粮食生产和重要农产品供给，牢牢守住国家粮食安全这条底线，确保粮食播种面积稳定、产量保持在 1.3 万亿斤以上。根据我国粮食行业“国家粮食安全”中长期规划纲要至国民经济“十四五”规划，国家对粮食行业的支持政策始终把国家粮食安全作为主要目标。随着世界粮食安全紧迫性上升，粮食价格上涨，推动种粮积极性提升，全球化肥整体需求量上升。

图表 1 近年全国粮食作物播种面积和全国化肥施用量（单位：亿公顷、万吨、%）



资料来源：iFinD，东方金诚整理

国内加快推进供给侧改革，安全环保监管力度持续加强，化肥行业整体产能过剩有所缓解，产能利用率提升

近年来，国内加快推进供给侧改革，安全环保监管力度持续加强，随着落后产能淘汰，化肥行业整体产能过剩有所缓解。根据中国氮肥工业协会统计，2021 年末，全国合成氨产能合计 6488 万吨，同比减少 49 万吨/年，其中采用先进煤气化技术的产能占比 50.6%，同比提高 4.5 个百分点；全国尿素产能 6540 万吨，同比减少 46 万吨/年，其中采用先进煤气化技术的尿素产能 3263 万吨/年，占总产能的 49.9%，同比提高 4.0 个百分点。2021 年，全国累计生产合成氨 5909.2 万吨，同比增长 0.4%；氮肥产量 3978.5 万吨（折纯氮），同比减少 1.2%；尿素产量 5562.7 万吨，同比减少 1.1%。

磷肥方面，自 2017 年以来，国家加大长江经济带沿岸环保整治力度，四川省自然保护区内

磷矿石进行限采和清退，云南省对磷矿石开采总量调控，贵州全面实施磷石膏“以用定产”。2019年4月，生态环境部印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》，提出利用两年左右时间，摸清磷矿、磷化工和磷石膏库的“三磷”行业底数，解决“三磷”行业中污染重、风险大、严重违法违规等突出生态环境问题。2019年，全国磷肥产能2240万吨，磷酸一铵（实物量）产量1672.70万吨，同比减少3.75%；磷酸二铵DAP（实物量）产量1471.30万吨，同比减少6.22%。由于环保形势及资源管控更加严格，中小型磷肥企业生产压力剧增，未来将加快落后产能退出。2020年以来，受外部环境发生重大不利变化影响，一季度湖北地区磷肥企业原料采购、物流运输和市场销售多个环节受阻，磷肥产业链受到较大冲击，2020年全国磷肥产量1004.60万吨，同比下降23.20%。2021年，国际市场需求旺盛，印度市场库存偏低，南美市场需求大幅增长，我国磷酸一铵（MAP，折纯量）产量1226.56万吨，同比增长7.02%；磷酸二铵（DAP，折纯量）产量1412.00万吨，同比增长1.15%。

近年随着粮食价格上涨提升施肥需求，叠加原材料石油、天然气等大宗商品价格上涨，带动化肥价格上升，预计2023年化肥价格和盈利有所下行

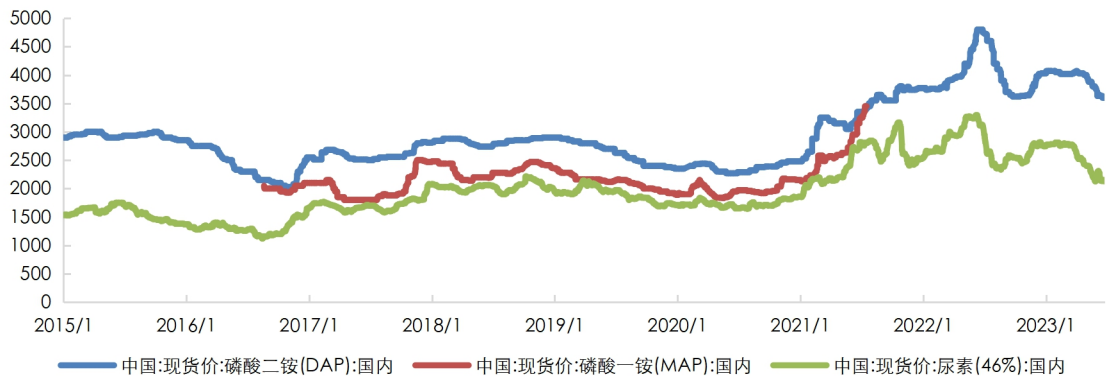
磷肥行业依赖于磷矿资源，行业集中度较高。2018年以来国际磷肥市场持续维持高景气度，出口增长和环保限产带动磷肥价格维持高位。2019年，国内磷酸二铵（DAP）均价2713.40元/吨，同比下降3.76%；国内磷酸一铵（MAP）均价2165.32元/吨，同比下降5.36%；随着尿素行业开工率回升，国内尿素（46%）均价1948.30元/吨，同比下降3.01%。2020年，受外部环境发生重大不利变化影响，化肥企业开工率有所回落，下游农业播种面积增速维持低位，化肥施用量持续下降，加上国际市场化肥价格较低影响，化肥市场价格维持低位运行态势。2021年，全球粮食价格上涨，种粮积极性提高，施肥需求增加，南亚、南美等海外市场进口需求旺盛，叠加能源成本上升，化肥价格较快上涨。2021年12月末，国内磷酸二铵（DAP）现货价3770.00元/吨，同比增长52.02%；湖北地区磷酸一铵（55%粉末）市场价2800元/吨，同比增长37.93%；全国尿素（小颗粒）市场价2470.90元/吨，同比增长28.04%。2022年化肥价格整体先升后降但仍保持高位。2022年上半年，磷酸二铵市场均价4063.33元/吨，同比上涨34.00%，尿素市场均价2939.83元/吨，同比增长31.43%。2022年下半年以来，受需求回落及出口政策限制导致国内供应相对充裕等因素影响，磷肥和氮肥价格高位回落。

2023年上半年，随着原材料石油、天然气等大宗商品价格回落，叠加化肥使用量下降，磷酸二铵和尿素价格持续下行，预计全年化肥价格难有支撑，主要氮肥、磷肥价格及盈利同比下滑。

2021年9月，国家发改委、工业和信息化部、财政部等13个部门或单位联合发布《国家发展改革委等部门关于做好今后一段时间国内化肥保供稳价工作的通知》，提出化肥是关系国家粮食安全的特殊商品，保障化肥供应和价格基本稳定对保护农民种粮积极性、维护国家粮食安全大局具有重要意义，并提出各地区、各部门要全力保障化肥生产要素供应、提高化肥生产企业产能利用率、畅通供应国内的化肥运输配送、维护化肥市场流通秩序等七项要求。2022年，二十大报告提出，要确保粮食、能源、产业链供应链可靠安全；在全面推进乡村振兴上，全方位夯实粮食安全根基，全面落实粮食安全党政同责，牢牢守住十八亿亩耕地红线，逐步把永久基本农田全部建成高标准农田，深入实施种业振兴行动，强化农业科技和装备支撑，健全种粮

农民收益保障机制和主产区利益补偿机制，确保中国人的饭碗牢牢端在自己手中。

图表 2 近年氮肥、磷肥现货价格走势情况 (单位:元/吨)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

随着“三磷”专项排查整治行动的加速推进，磷肥行业产能将不断向大型磷肥企业集中，行业集中度将进一步提高

磷肥、氮肥生产原料主要包括磷矿石、硫磺、煤炭以及天然气等。受供给侧改革、环保限产及“煤改气”影响，化肥上游原材料磷矿石、煤炭和天然气价格上涨较快。由于全球硫磺局部供应紧张导致硫磺供需失衡，国际市场硫磺价格大幅上涨。拥有矿山资源的生产一体化企业，因磷矿石成本较低，原材料保障程度较高，受原材料价格上涨的影响较小，盈利改善更为明显。

我国磷肥产能分布不均，受磷矿资源分布影响，磷肥主产地集中在云、贵、川、鄂等主要磷矿资源地区。磷肥产能集中度较高，磷酸一铵前十家企业产能占比超过 52%；磷酸二铵前十家企业产能占比超过 86%。近年来，我国磷矿行业环保长效机制全面落实，推动行业准入条件和污染物防控标准不断提升。随着我国磷矿石主产地的“三磷”专项排查整治行动的加速推进，中小磷矿和磷肥企业落后产能将逐步退出，磷肥行业产能将不断向大型磷肥企业集中，磷肥行业集中度将进一步提高。

聚氯乙烯行业

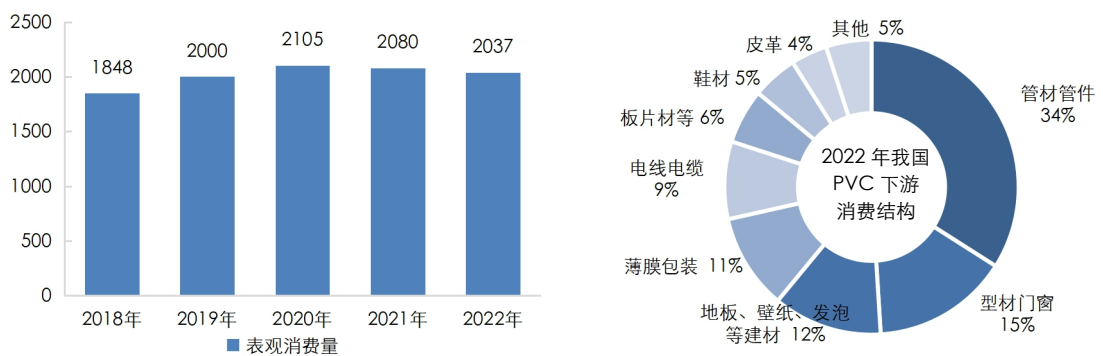
PVC 下游需求与房地产行业联系紧密，2022 年以来房地产景气度下行，房屋竣工面积同比下滑较快，PVC 需求偏弱

聚氯乙烯作为一种高分子材料，是国内五大通用树脂中产量最大的产品，下游主要对接塑料加工行业，消费领域集中在管材、薄膜、型材、电线电缆、地板等。根据隆众资讯《聚氯乙烯 2022~2023 年度报告》，2021 年全球 PVC 下游消费中管材、薄膜包装和型材制品占比分别为 47.5%、17.0%和 16.5%；国内 2022 年 PVC 下游消费中管材管件、型材门窗、地板/壁纸/发泡等建材的占比分别为 34%、15%和 12%。我国塑料制品生产主要集中在广东、浙江、安徽、江苏等地区，全国十大省份塑料制品总产量约占全国比例为 80%以上，且未来塑料制品行业生产区域呈现进一步集中的趋势。

PVC 需求与建筑行业关系紧密，而建筑领域的应用主要为房地产行业，因此房地产行业的景气程度对 PVC 的需求影响很大。由于 PVC 的使用主要在竣工阶段，产量增速与竣工面积高

度正相关。2021年，房屋累计竣工面积10.14亿立方米，同比增加11.20%，处于较高水平。2021年中国PVC表观消费量约1995万吨，同比出现5.3%的负增长，是继2008年金融危机出现当年第二次出现表观消费量的负增长，但此次负增长主要源于PVC出口增加而进口下降，说明企业在拓宽出口渠道，外溢需求较为突出。受2022年外部环境发生重大不利变化及房地产景气度下行影响，房屋竣工面积大幅走弱，2022年，全国房屋累计竣工面积8.62亿立方米，同比下降15.00%，PVC消费量2036.68万吨，同比小幅下滑。2023年1~5月，房屋累计竣工面积2.78亿平方米，同比增长19.11%。房地产行业仍处于调整阶段，政策仍维持“房住不炒”的总基调不变，尽管房地产行业调控政策持续改善，但目前房地产市场景气度尚未显著回升，且从地产需求恢复至PVC需求恢复存在传导时滞，预计2023年PVC需求仍偏弱。

图表3 我国PVC下游需求及消费结构情况



资料来源：隆众资讯《聚氯乙烯2022~2023年度报告》，东方金诚整理

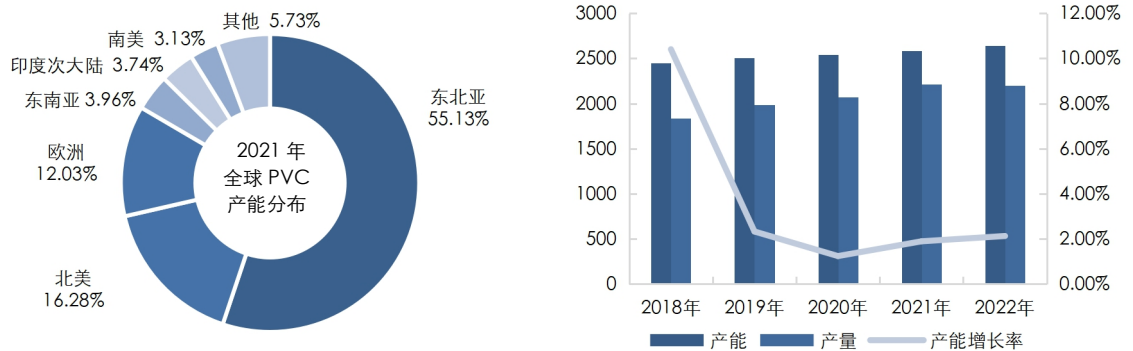
近年我国PVC产能总体保持小幅增长，氯碱行业由高速发展进入到高质量发展阶段，预计短期产能规模较稳定

2003年以来，经济的快速发展带动基础化工原料需求增长，且我国城市化进程的加快带动了城市建设、建材、汽车、电子等行业的高速发展，对PVC需求快速增长。随2008年金融危机爆发及国家加大对房地产行业的宏观调控力度，国内PVC市场需求萎缩，产能增速减缓，行业转入优化结构调整的阶段；2010年~2013年，国内PVC整体开工率徘徊在55%~62%。2013年~2016年，PVC行业新建及扩建项目趋于理性，且落后产能的退出速度加快，PVC产能呈下降趋势；2014年~2016年，PVC产能连续三年出现净下降，行业开工率也逐步提升至70%以上。2016年以来，随着“去过剩产能”和环保督查力度的进一步加强，供给侧改革作用初步显现，且建材等主要下游应用行业有所复苏，国内PVC产能保持在低速平稳增长状态，市场供求关系有所改善；期间随着各项成本要素出现上升，推动了国内多数大宗商品市场价格上行，企业盈利能力也自2016年开始取得明显好转，开工率逐渐达到较为良好的水平。2020年受外部环境发生重大不利变化影响，国内PVC产量和需求增长均受到一定抑制，叠加当年约200万吨的新增项目投产运行，行业整体开工率平均为78%。根据隆众资讯《聚氯乙烯2022~2023年度报告》，2022年国内PVC总产量2197.03万吨，进口总量在36.22万吨，总供应量达2233.25万吨。

《氯碱行业“十四五”发展指南》指出，力争到“十四五”末，我国氯碱行业总量更趋于

合理，主要产品烧碱和聚氯乙烯开工率均达到85%以上，产业结构和产品结构进一步优化。工业和信息化部等六部门联合发布的《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》指出，要推进催化材料、过程强化、高分子材料结构表征及加工应用技术与装备等共性技术创新，提升化工产品供给质量，鼓励利用先进适用技术实施安全、节能、减排、低碳等改造，推进智能制造。预计未来石化产品向高质量、低碳和智能化发展。

图表4 全球PVC产能分布及我国产能情况(万吨)



资料来源：隆众资讯《聚氯乙烯2022~2023年度报告》，东方金诚整理

我国PVC产能主要集中于西北、华北和华东地区，预计未来行业集中度将进一步提升

从区域分布来看，且东南部沿海是我国氯碱产品主要消费市场，依托下游需求支撑和相对便利的对外贸易条件，当地氯碱产业形成与石化行业、氟化工、精细化工和农药等行业结合发展的模式；西部地区依托资源优势建设大型化、一体化“煤电盐化”项目，逐渐形成大型氯碱产业集群，在我国氯碱行业整体布局中重要地位突出；中部地区依托自身区位特点，利用临近下游重点消费领域优势发展氯碱化工，并重点发展精细耗氯产品，形成多个具有特色氯碱精细产业园。

根据《2022版中国PVC行业深度研究报告》，2021年我国PVC产能2712.5万吨²，主要分布在西北、华北和华东，三个地区合计PVC产能占比达85%以上；PVC产能排名前十位企业进入规模保持在65万吨/年，大部分集中于西北的新疆、内蒙古、宁夏、陕西以及华北地区的山东和天津。长三角地区2021年PVC合计产能283万吨，包括浙江117万吨（3家）、江苏83万吨（3家）、安徽77万吨（2家）和上海6万吨（1家）。竞争实力较强的氯碱企业可通过兼并重组实现产业链延伸及区位间互补，未来PVC产能集中度有进一步提升空间。

受能耗双控及煤炭价格上涨影响，2021年PVC价格先升后降，价格中枢上移，2022年需求不振导致PVC价格大幅下跌，预计2023年PVC价格及盈利仍承压

PVC生产工艺主要有电石法和乙烯法两种，其中电石法生产PVC以原盐及电石灰岩等为主要原料、以煤电为主要能源，乙烯法生产PVC的原料主要为石油。由于我国具有“少油多煤缺气”的资源储备特点，因此目前国内聚氯乙烯生产以电石法为主，2021年国内使用电石法生

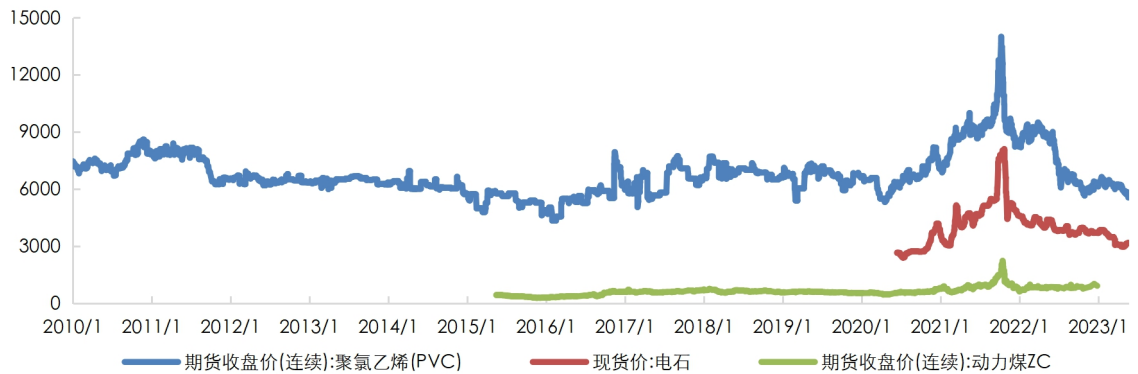
² 含糊树脂，下同。

产 PVC 的比例约 78%。

2017 年~2019 年，PVC 价格相对波动较小。2020 年受外部环境发生重大不利变化影响，年中出现 2015 年后的低谷，下半年价格快速上涨。2021 年受“双碳”政策限制影响，PVC 开工、国际供应紧张，导致出口大幅上升等影响，PVC 价格持续上升，至当年 10 月达到最高点；10 月下旬随能耗双控影响减少，PVC 供应增加且电石采购成本下降，叠加国内煤炭等大宗商品价格有所下跌，PVC 价格快速回落；全年 PVC 价格中枢上移。2022 年上半年动力煤价格攀升推动 PVC 价格上涨，随后因 6 月 PVC 需求回补落空且美联储加息对大宗商品形成压力，叠加库存高位，价格重心下移，下半年 PVC 产品价格持续下跌，盈利下滑。

预计 2023 年 PVC 价格中枢同比有所上升但需求仍偏弱，在房地产需求回升缓慢及传导至 PVC 仍需一定时间的情况下，PVC 产品价格及盈利仍承压。

图表 5 近年 PVC 产品及主要原材料价格情况（单位：元/吨）



资料来源：iFinD，东方金诚整理

业务运营

经营概况

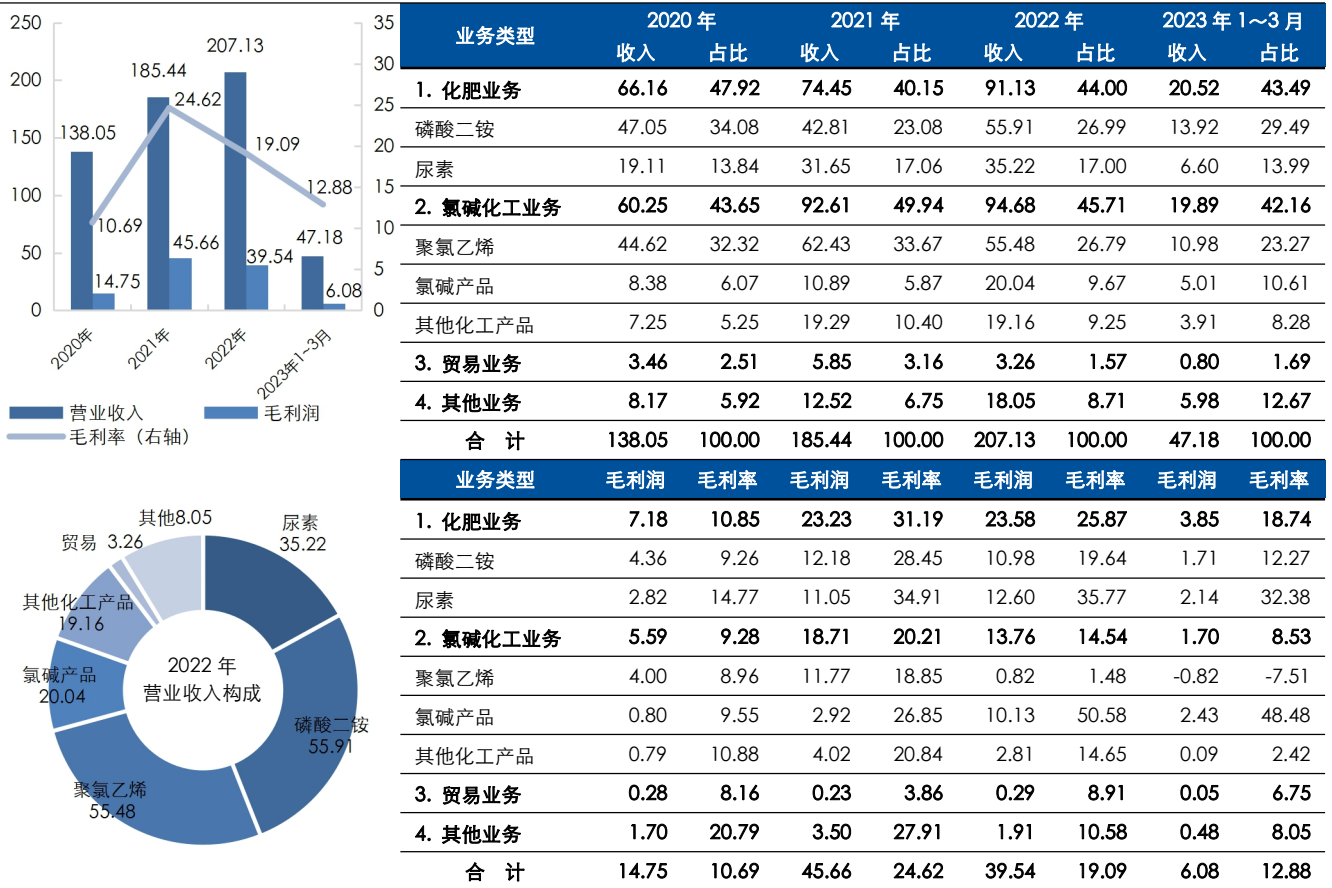
公司营业收入和毛利润主要来源于化肥和化工业务，受益于化肥行业需求上行及烧碱需求增加，公司营业收入保持增长，毛利润和毛利率波动上升

公司主要从事尿素、磷酸二铵等化肥产品和聚氯乙烯等氯碱产品的生产和销售，化肥及化工产品为公司营业收入的主要来源。近年受益于化肥行业需求上行及氯碱需求增加，公司营业收入保持增长。2023 年 1~3 月，受主要化肥及化工产品价格下滑影响，公司营业收入同比下降 14.59%。

公司毛利润主要来源于化肥及化工业务，受聚氯乙烯价格大幅波动影响，公司近三年毛利润和毛利率有所波动。粮食价格上涨带动尿素施肥需求恢复、原材料价格大幅上涨助推聚氯乙烯价格上涨叠加烧碱需求上升，2021 年公司营业收入同比增长 34.33%；2022 年受益于化肥行业需求上行及烧碱需求增加，公司营业收入同比增长 11.69%。受益于 2021 年化肥业务毛利率提升及近三年烧碱需求上涨推动毛利率持续增长，近年公司毛利率波动增长。

2023 年 1~3 月，受主要化肥产品及聚氯乙烯价格下滑影响，公司毛利润同比下降 50.84%，毛利率同比下降 9.49 个百分点。

图表6 公司主营业务收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

化肥业务

公司化肥业务主要包括尿素和磷酸二铵，其中尿素产品主要由子公司内蒙古鄂尔多斯联合化工有限公司（以下简称“联化公司”）和子公司新疆天运化工有限公司（以下简称“新疆天运”）负责生产运营，磷酸二铵产品主要由子公司湖北宜化肥业有限公司（以下简称“宜化肥业”）负责生产运营。2023年6月，公司及其他股东按照各自持股比例对联化公司进行同比例减资5亿元，同时联化公司资本公积转增股份5亿元，最终联化公司注册资本仍为5亿元，公司对联化公司持股比例仍为51%。

图表7 化肥业务运营主体主要财务数据³（单位：亿元、万吨、%）

运营主体	主营产品	产能	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	资产负债率
联化公司	尿素	104.00	15.80	13.58	24.56	5.36	14.01
新疆天运	尿素	52.00	9.35	6.08	13.12	3.95	34.98
宜化肥业	磷酸二铵	126.00	46.23	26.83	61.90	7.21	41.96

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司具备上下游一体化循环经济产业链，充分利用湖北省磷矿资源及内蒙古、新疆地区煤电优势，化肥业务具有较强的规模优势和行业竞争力

³ 资产、所有者权益、资产负债率为2023年3月末数据，营业收入及净利润为2022年数据。

公司是国内主要磷肥生产企业之一，2022年末具备年产尿素156万吨、年产磷酸二铵126万吨的生产能力，产能位于行业前列，具有一定的规模优势。公司原材料经加工得到液氨等中间产品，最终得到尿素、磷酸二铵、甲醇等产品，甲醇又可加工得到季戊四醇、保险粉，各级产品均能得到有效利用，且公司尿素、季戊四醇、磷酸二铵、保险粉均在同一产业园内生产，可有效降低运输成本。

资源获取方面，公司湖北生产基地充分利用当地的磷矿资源优势，因地制宜使用宜化集团自有磷矿和地处北煤南运大通道的有利区位，通过一体化经营降低成本；公司控股股东宜化集团拥有较丰富的煤矿、磷矿、盐矿等矿产资源。此外，内蒙古和新疆生产基地煤、电、天然气资源丰富，原材料价格相对较低。

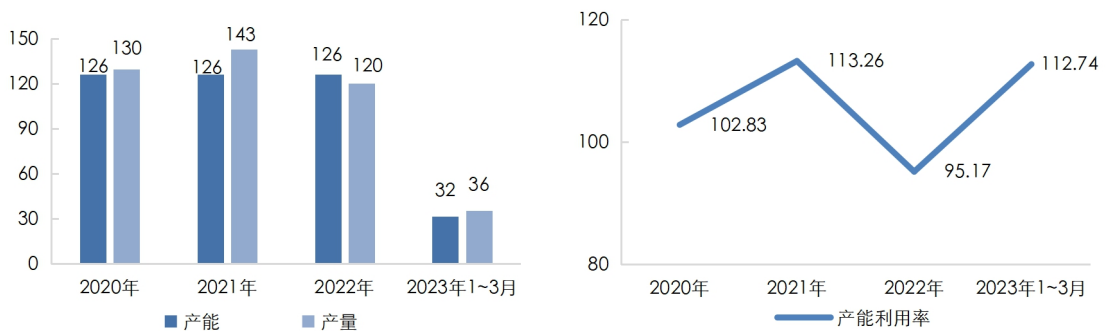
公司促进磷矿资源梯级利用，高品位磷矿用于磷精细化工和高浓度磷复肥生产，中低品位磷矿用于普通磷肥生产和选矿，副产品磷石膏用于生产水泥缓凝剂或建材。公司重视技术研发，自主研发的重介质选矿和正反浮选技术，突破了胶磷矿选矿的难题，使得国内大量低品位磷矿可以得到充分利用，产品成本相对较低；公司陆续开发、引进、应用了多项先进技术，如三气回收技术、变压吸附脱碳技术、高温钠法季戊四醇合成工艺、HRS制酸余热回收技术等提高转化率、降低杂质、提升能源效率；截至2023年3月末，公司拥有54项发明专利、220项实用新型专利。

1. 磷酸二铵

近年农产品价格上涨带动施肥需求增加，叠加原燃料价格上涨，磷肥销售价格上升，磷肥业务收入、毛利率及毛利润波动增长

受到能耗双控政策的影响，近年公司磷酸二铵产能稳定在126万吨/年，产量及产能利用率有所波动。2021年，受益于磷肥需求增长，公司生产装置负荷稳定，产能利用率提升，公司磷酸二铵产量达到142.71万吨，同比增长10.14%；2022年公司磷酸二铵产量下降至119.92万吨，产能利用率同比下降，主要受下游需求变化影响，公司合理调整生产规模所致。2023年1~3月，公司磷酸二铵产量为36万吨，产能利用率回升至112.74%。

图表8 近年公司磷酸二铵产品产量和产能利用率情况（单位：万吨、%）

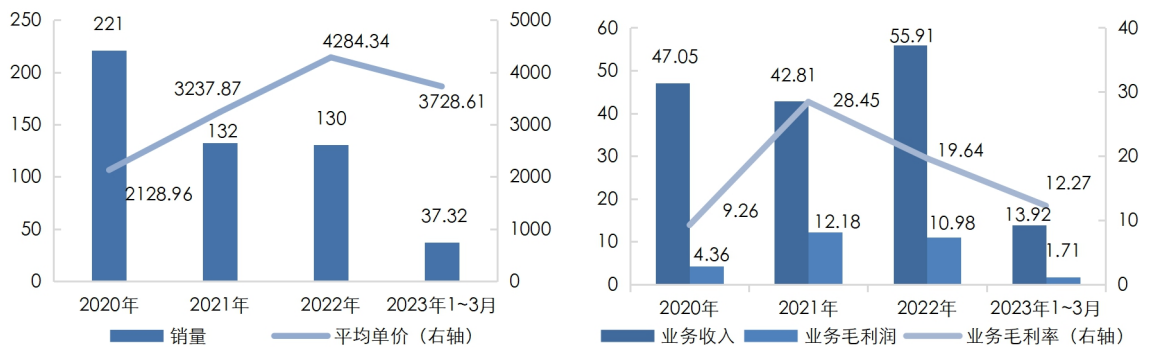


资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司磷酸二铵产品实行以产定销的运营模式，销售区域上以出口为主，2022年出口占比近70%，主要销往印度、日本、菲律宾等，国际销售占比较高，存在一定汇率风险。国内主要销往东北、西北、山东、华中、华南及新疆地区。公司磷酸二铵以贸易商买断式销售为主，直销

比例较低。2022年，公司磷肥业务前五大客户销售金额18.40亿元，占磷酸二铵业务收入的32.91%，下游客户集中度稳中有降。2021年，随着海外磷肥厂开工率上升，年末出口法检政策实施，同时公司积极响应国家保供稳价政策，磷酸二铵销量同比下降40.17%，导致业务收入同比下降9.01%；受益于当年磷肥市场价格上涨，磷酸二铵售价同比上升，叠加出口东南亚产品定价较高，磷酸二铵业务毛利率同比增长19.19个百分点。2022年，磷酸二铵销量小幅下降，受俄乌冲突及粮食安全重要性提升影响，产品价格仍保持上涨，业务收入同比增长30.60%；受毛利率较高的出口比例下降影响，业务毛利率同比下降8.81个百分点，导致业务毛利润同比下降。

图表9 近年公司磷酸二铵销售与盈利情况（单位：万吨、元/吨、亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023年1~3月，公司实现磷酸二铵业务收入13.92亿元，同比下降21.42%，毛利率同比下降8.02个百分点，主要系磷酸二铵价格回落。2023年上半年，磷酸二铵价格持续下行，预计全年随着原材料石油、天然气等大宗商品价格回落，化肥价格难有支撑，主要氮肥、磷肥价格及盈利同比下滑，公司磷酸二铵业务收入及毛利率同比有所下降。

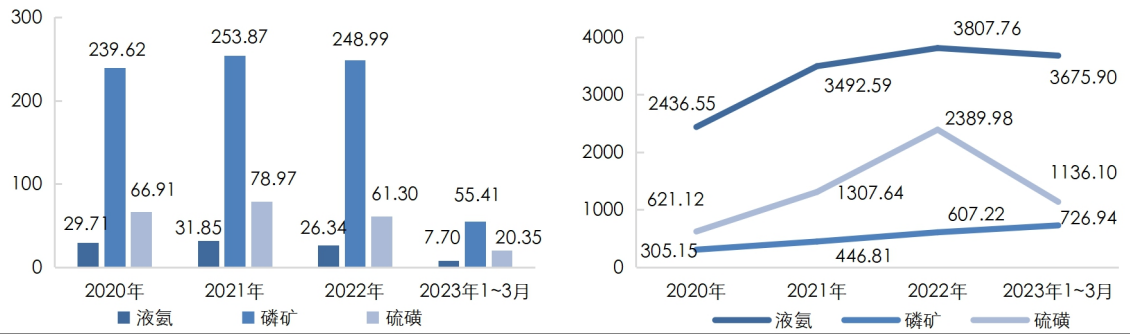
公司充分利用湖北省磷矿资源优势，宜化集团自有磷矿供应稳定；近年公司硫磺、液氨和磷矿石等原材料采购价格逐年增长，磷肥业务成本控制压力有所上升

公司磷酸二铵生产成本中原材料成本占比超过90%，主要原材料包括液氨、磷矿和硫磺，三者2022年采购金额占比分别为25%、38%和37%。公司地处湖北省，磷矿资源丰富，且控股股东宜化集团磷矿资源丰富，供应比例较高且稳定性较强，剩余不足部分主要是从四川省、贵州省采购。同时，公司地处北煤南运大通道省份，为公司煤炭资源提供保障。硫磺主要通过与中国石油天然气集团公司及中国石油化工集团公司签订长协采购，部分从镇江港、南通港补充采购。近年，磷酸二铵业务采购原材料规模基本稳定，随着2021年磷酸二铵产量增加，主要原材料采购量有所上升。

近年公司原材料价格呈明显上升态势。全球油气价格上涨、海外炼厂负荷降低，供需紧张和磷化工景气度提升导致硫磺价格上涨；受下游磷肥和磷化工需求增长影响，公司磷矿石采购均价上升；受氮肥需求增加、油气和煤炭成本上涨，公司液氨采购均价上升。

2023年1~3月，硫磺价格大幅下降，但液氨和磷矿仍处于高位，磷酸二铵业务仍面临一定的成本控制压力。

图表 10 近年公司磷肥业务原材料采购量与采购均价情况（单位：万吨、元/吨）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

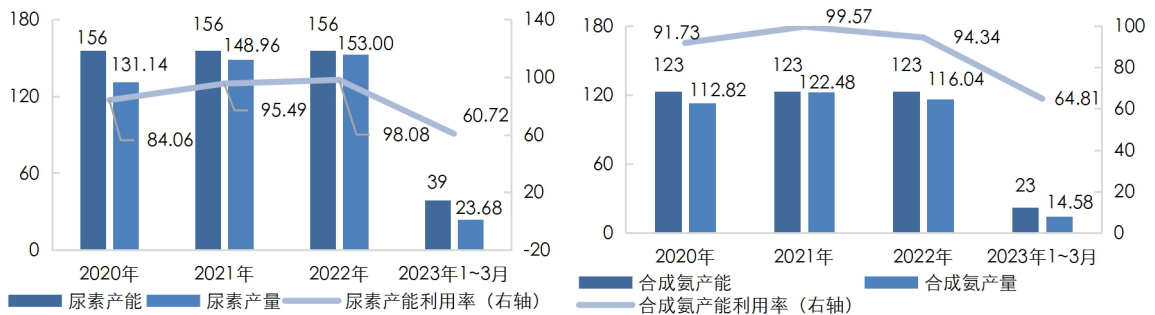
2. 尿素

近年来，公司气头尿素及合成氨产能保持稳定，受益于天然气供应量增加，尿素产量和产能利用率稳中有升

公司尿素经营主体联化公司位于内蒙古鄂尔多斯，气头尿素产能 104 万吨/年，配套合成氨产能 60 万吨/年。新疆天运位于新疆巴州轮台县拉依苏化工区，气头尿素产能 52 万吨/年，配套合成氨产能 30 万吨/年。内蒙古及新疆地区煤、电、天然气资源丰富，原材料价格相对较低，具有一定成本优势。

近年公司尿素和合成氨产能分别稳定在 156 万吨/年和 123 万吨/年，近年随着天然气供应增加，产线停产时间缩短，尿素产量稳中有升，产能利用率逐年上升；2021 年合成氨产量同比有所上升；2022 年公司调整产业结构，合成氨生产装置于 2022 年 10 月底停产，合成氨产量小幅下降，整体产能利用率保持在 90%以上。

图表 11 近年公司尿素与合成氨产量和产能利用率情况（单位：万吨、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

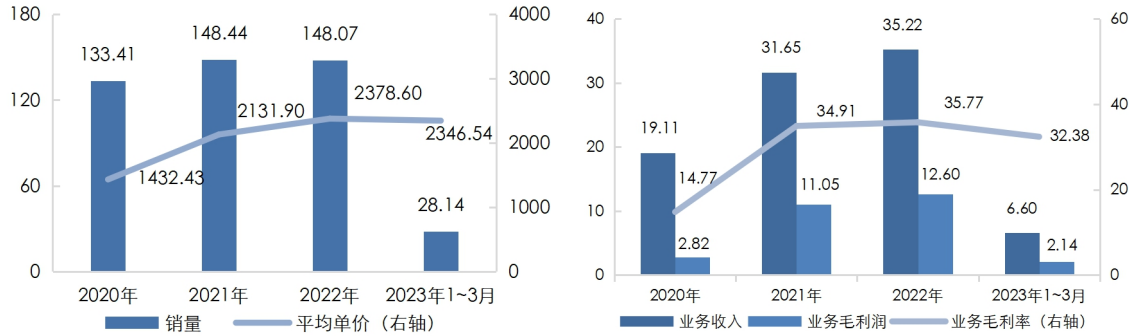
得益于粮食价格上涨带动尿素施肥需求恢复，近年尿素价格保持增长，导致业务收入、毛利率及毛利润逐年上升

公司合成氨产品主要作为生产尿素的中间产品，对外销量较少，公司外销的氮肥产品主要为尿素。公司尿素采用实行以产定销的运营模式，客户以下游国企、大型农资公司及工业企业用户为主，产品销往全国各大省份，其中新疆天运尿素产品主要销往本地及云南、贵州、湖北、四川、甘肃市场，联化公司尿素产品主要销往东北、华北、西南区域。

2020 年~2022 年，受俄乌冲突、粮食安全重要性凸显的影响，农业需求增长支撑尿素需

求稳定向好，公司尿素销售均价保持增长，销量波动增长，公司尿素业务收入、毛利润和毛利率保持增长。2021年，受尿素价格大幅上升影响，业务收入同比增长65.60%，毛利率同比增加20.13个百分点；2022年，公司尿素业务量价齐升，导致收入同比保持增长，毛利率小幅上升。

图表 12 近年公司尿素销售与盈利情况（单位：万吨、元/吨、亿元、%）

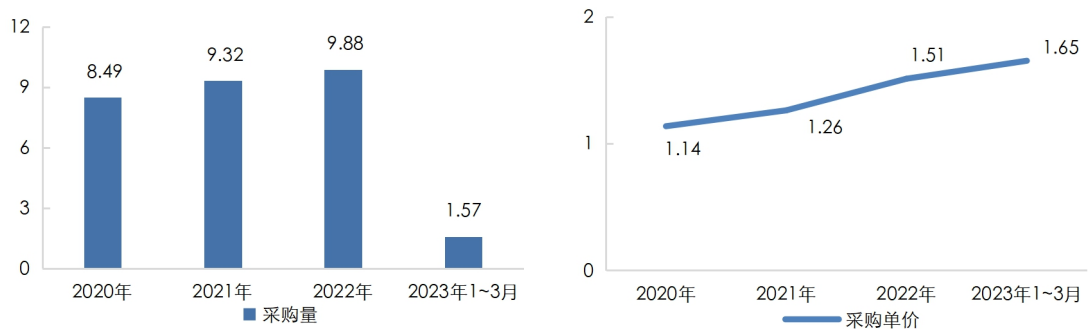


资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司尿素生产的原材料占生产成本的70%左右，主要原材料为天然气。2020年~2022年，随着尿素产量增加，天然气采购量有所上升。受全球经济恢复增长带动能源需求提升、国际能源紧张和大宗商品价格上涨共振影响，近年公司天然气采购价格同比上升，尿素业务面临一定的成本控制压力。

2023年1~3月，尿素业务收入、毛利润、毛利率同比有所下降。2023年上半年，尿素价格持续下行，预计全年随着原材料石油、天然气等大宗商品价格回落，化肥价格难有支撑，主要氮肥、磷肥价格及盈利同比下滑，公司尿素业务收入及毛利率同比下行。

图表 13 公司天然气采购量与采购均价情况（单位：亿立方米、元/立方米）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

氯碱化工业务

公司氯碱化工产品主要包括聚氯乙烯和氯碱（液氯和烧碱）、季戊四醇和保险粉等，主要由公司本部、子公司内蒙古宜化化工有限公司（以下简称“内蒙宜化”）、子公司宜昌宜化太平洋化工有限公司（以下简称“太平洋化工”）及子公司青海宜化化工有限公司（以下简称“青海宜化”）负责生产运营。

图表 14 氯碱化工业务运营主体主要财务数据⁴ (单位: 亿元、万吨、%)

运营主体	主营产品	产量	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	资产负债率
公司本部	聚氯乙烯	12.00	106.37	32.49	49.41	15.19	69.45
	烧碱	15.00					
	季戊四醇	4.00					
内蒙宜化	聚氯乙烯	30.00	31.20	9.80	40.38	2.20	71.34
	烧碱	28.00					
	季戊四醇	2.00					
太平洋化工	聚氯乙烯	12.00	1.83	0.09	6.13	-0.32	95.00
青海宜化	聚氯乙烯	30.00	17.31	8.54	28.39	2.08	50.67
	烧碱	25.00					

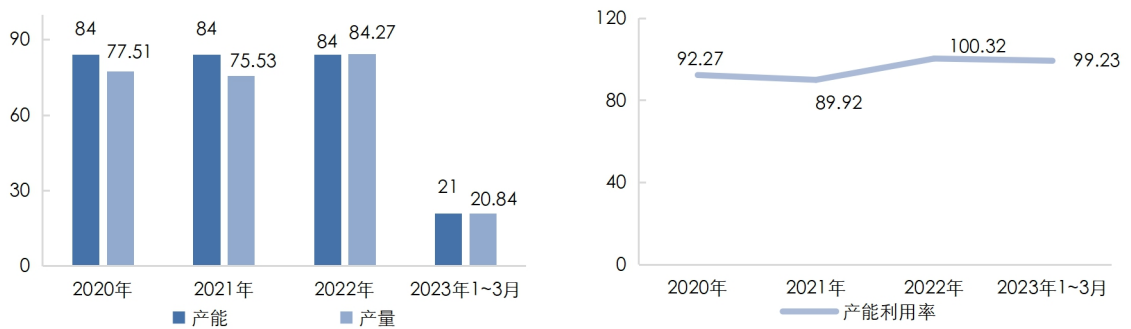
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

1. 聚氯乙烯

公司聚氯乙烯产能 84 万吨/年, 产量及产能利用率波动增长, 房地产下游需求变化导致销售价格大幅波动, 近年公司聚氯乙烯业务收入及毛利润波动较大

公司主要采取电石法生产聚氯乙烯, 2020 年~2022 年, 公司聚氯乙烯产能保持在 84 万吨/年, 产量及产能利用率波动增长。公司目前正在进行新厂区搬迁建设, 新厂区产能实现对现有产能的置换, 预计公司 2023 年产能稳定在 2022 年水平。2022 年, 公司通过产品结构调整适当减亏, 如氯碱产品部分转产 3 型 PVC 树脂、阶段性转产 PVC 消光树脂、HP-2500 等特种树脂。

图表 15 近年公司聚氯乙烯业务生产情况 (单位: 万吨/年、万吨、%、元/吨)

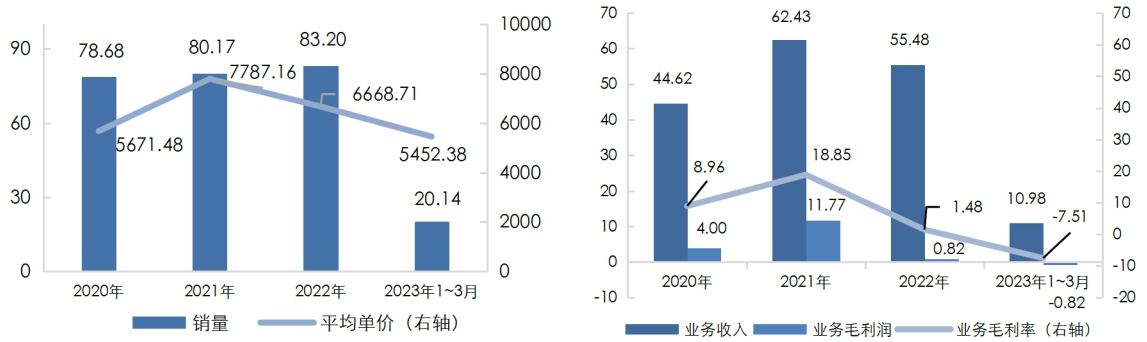


资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司化工产品采用贸易商买断式销售和直销相结合的销售模式。其中贸易商买断式销售占比较高, 贸易商客户相对独立, 公司不干涉贸易商的自主经营行为; 公司根据相关制度将贸易商根据销售能力、销售规模等指标进行分级, 并根据级别的不同给予不同的待遇。直销模式下, 公司依靠业务员与客户直接接触发掘下游客户, 并向客户提供样品、试用、下单、培训等一系列服务。公司聚氯乙烯产品主要销往轻工业和小型制造企业较多的华东、华南地区, 下游客户集中度相对较低, 2020 年~2022 年聚氯乙烯产品前五大客户销售占比分别为 25.94%、27.67% 和 33.15%, 客户集中度有所上升。

⁴ 资产、所有者权益、资产负债率为 2023 年 3 月末数据, 营业收入及净利润为 2022 年数据。

图表 16 近年公司聚氯乙烯业务经营情况（单位：亿元、%、万吨、元/吨）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司结合市场需求生产氯碱产品，在销售淡季正常生产。2020年~2022年，公司聚氯乙烯产品销量稳中有增，受销售价格波动影响，近年公司聚氯乙烯业务收入、毛利润和毛利率波动较大。2021年受原材料价格大幅上涨助推聚氯乙烯价格上涨影响，聚氯乙烯产品收入同比增长39.91%，毛利率同比增长9.89个百分点，毛利润同比大幅上涨194.29%。2022年受房地产景气度下行影响，聚氯乙烯销售单价同比下滑，导致业务收入同比下降11.13%；同时，叠加混煤、兰炭等原材料价格上涨，毛利率同比下滑17.37个百分点，毛利润同比大幅下滑。

公司电石自给率较高有利于降低成本，但受煤炭价格上涨影响，混煤、兰炭等原材料采购成本较高，2022年PVC产品毛利率大幅下降，预计2023年聚氯乙烯业务盈利仍承压

公司生产聚氯乙烯的主要原材料为电石、兰炭和焦粒。截至2022年末，内蒙宜化和青海宜化分别具有电石产能60万吨/年和45万吨/年，2022年电石自给率72.2%。公司用于生产电石的自有石灰石储量4832.54万吨，剩余开采年限约20年，可满足87.6%电石生产，剩余电石自外部采购。电力方面，内蒙宜化与当地电力企业内蒙古华电乌达热电有限公司签署合作协议，采取自备电厂模式，由对方直接向内蒙宜化供电，供电电价较市场购买电价低；且与乌海市电业局沟通，通过电力多边交易模式，享受电价优惠政策，降低外购电价；同时，青海宜化可以享受青海省工信厅对重点行业直供电交易优惠。公司对兰炭和焦粒进行集中采购，主要采用直供的方式，兰炭主要向陕西莱德集团华盛炭质还原剂有限公司、府谷县吴田煤电冶化有限公司、榆林德晟华煤业有限公司等供应商采购，焦粒主要向内蒙古宁孚商贸有限公司、内蒙古乌海市海南区沧宁科技有限责任公司、新加能供应链管理（内蒙古）有限公司等供应商采购。

图表 17 近年公司主要原材料采购情况

产品	项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
电石	采购均价 (元/吨)	2897.55	4497.41	3862.25	3573.83
	采购量 (万吨)	60.72	26.99	24.41	4.63
兰炭	采购均价 (元/吨)	722.96	1467.19	1673.99	1408.35
	采购量 (万吨)	40.17	56.51	63.25	18.05
焦粒	采购均价 (元/吨)	1233.26	2107.70	2247.71	1924.75
	采购量 (万吨)	12.12	11.93	10.13	2.15

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2021年聚氯乙烯主要原材料价格同比大幅增长，电石、兰炭及焦粒采购均价分别同比上涨55.21%、102.94%和70.91%，而聚氯乙烯产品销售均价仅同比增长37.52%，但由于公司电石自给率较高且自产成本较低，聚氯乙烯业务毛利率同比增长9.89个百分点，聚氯乙烯业务毛利润大幅上升。

2022年煤炭价格持续处于高位，兰炭和焦粒采购均价继续呈上涨趋势，叠加房地产市场景气度下行，聚氯乙烯产品销售均价同比下降14.50%，业务毛利率同比下降17.37个百分点。

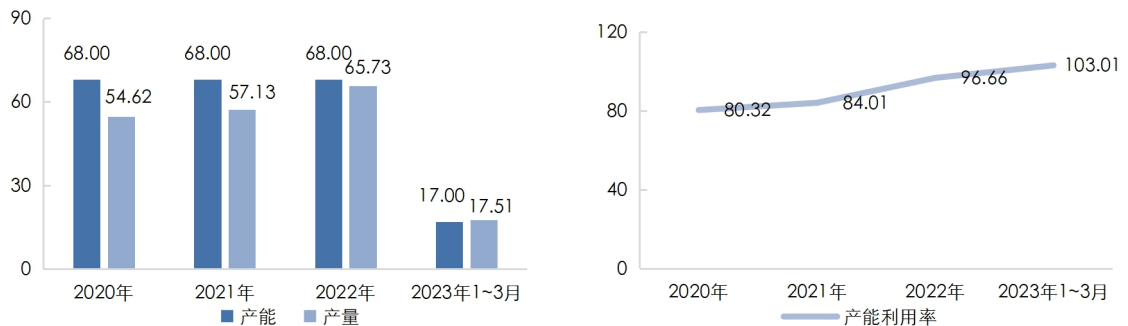
2023年上半年聚氯乙烯价格呈下跌趋势，在房地产市场景气度尚未有明显上行趋势及主要原材料价格仍处于高位的情况下，预计公司2023年聚氯乙烯产品盈利仍承压。

2. 氯碱产品

公司烧碱产能68万吨/年，产量和销量稳中有增，受益于烧碱行业供给增速放缓，叠加下游氧化铝产量增速有所上升，近年公司氯碱业务收入、毛利率和毛利润保持增长

公司氯碱产品中的烧碱产品由盐水电解生成，近年烧碱总产能稳定在68万吨/年。2020年~2022年，公司烧碱产量和产能利用率稳中有增，2022年产能利用率达到93.90%；2023年1~3月，公司烧碱需求上涨，增加产量，产能利用率达到100.07%。

图表 18 近年公司烧碱业务生产情况（单位：万吨/年、万吨、%、元/吨）

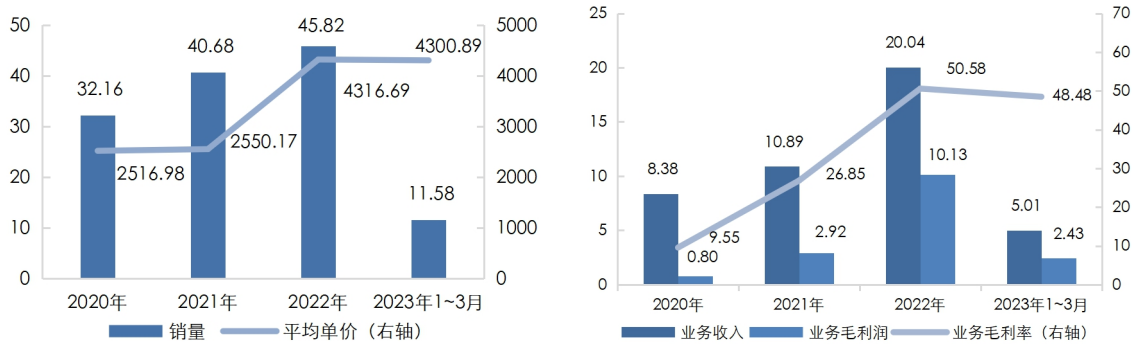


资料来源：公司提供，东方金诚整理

我国烧碱主要应用于氧化铝、造纸、纺织、洗涤剂、医药、水处理和食品加工等方面，其中氧化铝的消费占比约30%，近年我国氧化铝产量逐年增加，2020年~2022年增长率分别为0.30%、5.00%和5.60%，助推烧碱需求上涨。公司烧碱主要本地销售，2020年~2022年烧碱湖北省内销售占比约22%~25%，其余主要销往华北、西北、西南、湖南省、江西省等省市和地区。公司生产的烧碱部分用于季醇、保险粉、聚氯乙烯等生产，近年公司烧碱销量持续增长，产销率有所上升，2022年为69.72%。近年公司烧碱销售价格保持增长，其中2021年小幅上升，2022年受下游氧化铝需求上涨及烧碱增产有限影响，销售均价同比大幅上涨69.27%。

预计2023年随着烧碱产能增加，供需偏紧格局有所缓解，且存在供大于求的可能，烧碱市场运行预计有所转弱，公司氯碱业务收入和毛利率有所下行。

图表 19 近年公司氯碱产品经营情况 (单位: 亿元、%、万吨、元/吨)



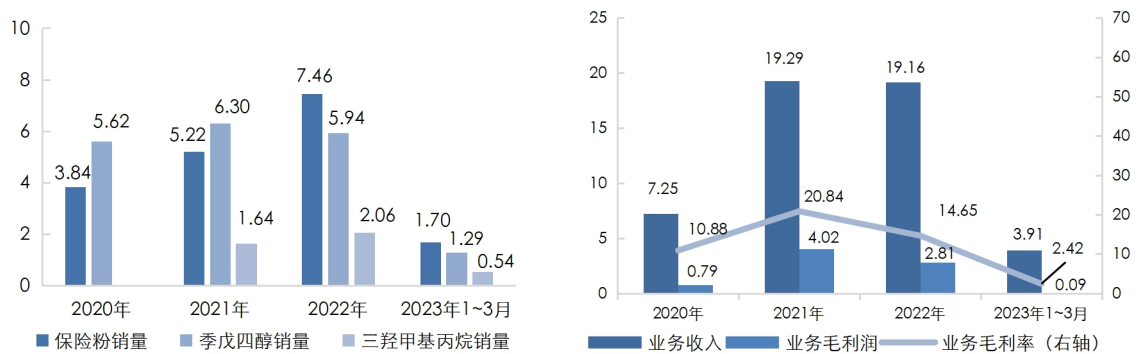
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

3. 其他化工业务

公司具备年产 10 万吨保险粉、6 万吨季戊四醇和 2 万吨三羟甲基丙烷的生产能力, 近年其他化工产品收入、毛利率和毛利率波动增长

公司其他化工产品主要包括保险粉(连二亚硫酸钠)、季戊四醇和三羟甲基丙烷等精细化工产品, 主要由内蒙宜化、公司本部和湖北宜化新材料科技有限公司(以下简称“宜化新材料”)负责生产运营。截至 2022 年末具有年产 10 万吨保险粉、6 万吨季戊四醇和 2 万吨三羟甲基丙烷的生产能力, 其中季戊四醇产能排名全球第二、亚洲第一。2021 年, 公司保险粉和季戊四醇销量、销售均价保持增长, 且新增 1.64 万吨三羟甲基丙烷销售, 其他化工产品销售收入同比增长 166.09%, 毛利率同比增加 9.96 个百分点, 毛利润同比增长 4.10%; 2022 年, 季戊四醇销量下降且三羟甲基丙烷销售单价下滑, 公司其他化工产品销售收入同比小幅下降, 毛利率同比下降 6.20 个百分点, 毛利润同比下降 30.18%。

图表 20 近年公司其他化工业务经营情况 (单位: 亿元、%、万吨)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

贸易及其他业务

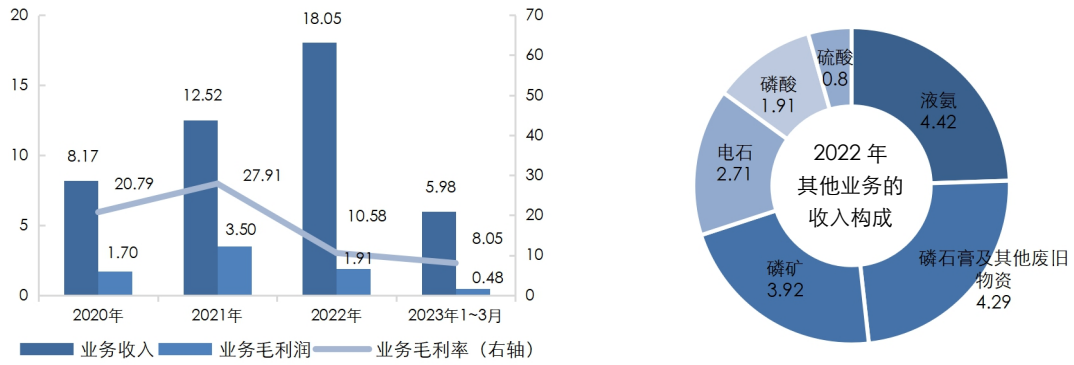
公司贸易及电石、磷矿等副产品或多余原料的销售收入规模保持增长, 对公司收入及利润形成一定补充

2020 年~2022 年, 公司贸易业务收入规模保持增长, 受贸易品种和市场价格波动影响, 毛利率波动较大, 主要贸易产品包括硫磺、磷酸一铵及三聚氰胺等。公司其他业务主要包括磷

矿、磷酸、硫酸、液氨、磷石膏及其他废旧物资等的销售；因 2021 年电石、液氨收入增加且 2022 年新增磷矿收入影响，近年公司其他业务收入保持增长，受产品价格及毛利率波动影响，近年其他业务毛利率有所波动。

目前，公司其他业务主要作为主营业务的拓展及盈利补充，预计 2023 年其他业务收入及毛利率相对稳定。

图表 21 近年公司其他业务的收入及盈利情况（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

在建工程

公司在建技改及磷化工搬迁项目有助于提高环保水平及增强产业链协同优势，但项目建设存在一定资本支出压力，随公司项目建设推进，债务规模及外部融资将增加

截至 2023 年 3 月末，公司在建项目主要为技改、磷化工搬迁等项目，旨在提高生产或节能效果，完成搬迁升级，暂无新增产能的项目。截至 2023 年 3 月末，公司主要在建项目计划投资额为 93.03 亿元，已累计投资 25.04 亿元，2023 年 4 月~12 月、2024 年、2025 年及以后计划投入金额为 32.77 亿元、34.88 亿元和 0.33 亿元，项目投资资金主要来源于自有资金和银行借款。同时，截至 2023 年 3 月末，公司后续拟建项目主要包括氯碱化工等项目，预计总投资规模约 83.02 亿元。公司在建项目投资规模较大，后续项目投入资金主要来源于银行借款及募集资金，存在一定外部融资压力。

图表 22 截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	已投资额	2023 年 4~12 月计划投资额	2024 年计划投资额	2025 年及以后计划投资额
洁净煤加压气化多联产技改搬迁升级项目	36.04	18.99	13.50	3.55	-
磷化工 20 万吨/年精制酸、65 万吨/年磷铵搬迁及配套装置升级改造项目	52.04	2.61	18.20	31.23	-
6 万吨/年 PBAT 项目	4.95	3.45	1.07	0.11	0.33
合计	93.03	25.04	32.77	34.88	0.33

数据来源：公司提供，东方金诚整理

洁净煤加压气化多联产技改搬迁升级项目主要涉及 46 万吨液氨和 9 万吨甲醇产线搬迁新建，占地面积 817 亩。截至 2023 年 3 月末项目建设进度约 60%，预计 2024 年 3 月转固释放

产能。项目建成后将实现 55 万吨氨醇产能由宜化猇亭园区搬迁至田家河园区，落实中央“长江大保护”战略，用工人数由 1300 人下降至 300 人左右，劳动效率大幅提升，氨醇项目更安全、更环保，实现吨合成氨成本下降。

为贯彻习近平总书记关于长江大保护重要指示批示精神，落实沿江一公里化工企业“关改搬转”要求，公司需在 2025 年之前完成猇亭磷化工搬迁升级；同时可满足邦普宜昌一体化电池材料产业园配套需求和磷化工产业转型升级⁵。磷化工 20 万吨/年精制酸、65 万吨/年磷铵搬迁及配套装置升级改造项目主要新建 220 万吨/年选矿装置、2*60 万吨/年硫磺制酸装置、40 万吨/年（100%P₂O₅）湿法磷酸装置、2*10 万吨/年（100%P₂O₅）精制磷酸装置、30 万吨/年磷酸二铵装置、2*15 万吨/年粉状磷酸一铵装置、10 万吨/年氨酸复合肥装置、2*10 万吨/年硫基复合肥装置、10 万吨/年高档阻燃剂、5 万吨/年工业磷酸一铵装置及配套公用工程装置。项目总占地面积 1078 亩，已于 2022 年 9 月完成预立项及开工准备，截至 2023 年 3 月末已完成地基（强夯）、立项备案批文、“三同时”等相关手续、土地挂牌/摘牌、土地使用权证办理，且各装置初步设计资料和概算评审；项目预计 2025 年 3 月转固，释放 65 万吨/年磷铵产能，完成原有硫酸、磷酸及化肥产能的搬迁及升级。预计项目建成后，年均销售收入约 40 亿元、年利润约 1.6 亿元/年。

公司洁净煤加压气化多联产技改搬迁升级项目搬迁过程中将逐步进行产能置换，项目用地来源于土地竞拍，通过支付土地出让金方式取得，已取得项目不动产权登记证、项目投资备案证、施工许可证等证照，目前项目建设在按计划推进。未来搬迁及新产线调试如不达预期，可能存在一定风险。

综上所述，东方金诚认为公司建立了上下游密切关联的产业链，充分利用湖北省磷矿资源及内蒙古、新疆地区煤电资源优势，化肥业务具有较强的规模优势和行业竞争力；近年磷肥和尿素销售价格呈上升态势，化肥业务收入及毛利润保持增长；烧碱下游氧化铝行业产能增长，带动烧碱需求上升，近年公司氯碱业务收入、毛利率和毛利润保持增长。但另一方面，随着原材料石油、天然气等大宗商品价格回落，化肥价格难有支撑，预计 2023 年公司氮肥、磷肥价格及业务盈利承压；近年公司聚氯乙烯业务收入及毛利润波动较大，在房地产市场景气度尚未明显上行及主要原材料价格仍处于高位的情况下，预计公司 2023 年聚氯乙烯产品盈利仍较弱。

关联交易

截至 2023 年 3 月末，宜化集团持有公司 17.08% 股权，其中 0.63 亿股权因办理贷款形成质押，质押比例为 41.09%。另外为取得贷款，公司持有的新疆宜化、宜昌白洋供热有限公司、湖北有宜新材料科技有限公司、湖北宜化肥业有限公司、内蒙古宜化化工有限公司、青海宜化化工有限公司、联化公司和湖北宜化降解新材料有限公司全部股权处于质押状态。

截至 2022 年末，公司向宜化集团及其子公司采购材料设备、磷矿石等，接受运输、工程安

⁵ 项目为公司与广东邦普循环科技有限公司合作项目。项目位于湖北省宜昌市高新区姚家港化工园田家河片区，总投资 320 亿元，其中自有资金及银行借款比例约 3:7。项目规划占地面积 5500 亩，规划建设以新能源汽车动力电池正极材料为核心，覆盖电池全生命周期，整合“磷矿—原料—前驱体—正极材料—电池循环利用”等多环节的集约化、规模化生产基地，项目预计在 2025 年底实现投产，内含报酬率预计超过 12%。项目将有利于培育宜昌市新能源电池材料产业集群、推动精细化工向新能源新材料裂变，完善循环材料体系构建，实现电池材料提质降本。

装、设备制作及维修等关联交易 8.41 亿元、向宜化集团下属上市公司湖北三环科技股份有限公司及其子公司采购纯碱等 0.36 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司取得宜化集团下属财务公司授信额度 29.10 亿元，剩余授信额度 20.70 亿元。

重大事项

新疆宜化安全事故曾引发全集团金融风险，湖北省及宜昌市政府、宜化集团通过多种等方式化解危机，目前债权人委员会已解散，新疆宜化经营步入正轨

2017 年 7 月，因人员操作不当导致新疆宜化南造气车间 12 号煤气气化炉发生燃爆，事故共造成 5 人死亡 15 人重伤、12 人轻伤；造成医疗、丧葬及抚恤、固定资产损失、工伤赔付及罚款等直接经济损失共计 3783.70 万元，由此引发宜化集团全面停产，从而引发全集团信用风险。

为维持企业信用、系统性化解风险，2017 年 9 月成立由湖北省政府主导、108 家金融机构参与的宜化集团银行业金融机构债权人委员会（以下简称“债委会”），通过实施“不压贷、不抽贷、不断贷”及贷款延期等措施，在融资功能尚未完全恢复的情况下，依靠处置资产、债务重组、引进战投等，全力保障金融机构债权稳定了债务关系，为系统化解风险争取了时间。五年多来，宜化集团处置辅业资产 62 项，转让低效资产 55 项，消减市场主体 402 家，重组企业 15 家；通过收回再贷、借新还旧等方式，累计完成到期贷款续贷 1094 笔、金额 728.2 亿元；办理展期 359 笔、金额 192.8 亿元，续贷率达 99.6%；债委会支持和配合公司引进战投和实行重组，湖北三环化工集团有限公司、贵州金沙窖酒酒业有限公司（以下简称“金沙酒业”）、湖北宜化松滋肥业有限公司等 15 家子公司重组成功，共引进资金 160 亿元；在支持新疆宜化重组过程中，主席行主动承接委托贷款 36.5 亿元，为成功重组创造有利条件；为帮助新疆宜化顺利完成整改复产和上市公司保壳，2018 年 4 月，八家主席行与宜昌市政府研究商定，对新疆宜化实施阶段性出表重组，通过三年综合整治，新疆宜化于 2020 年 12 月全面复产。2023 年 3 月，宜化集团成功化解金融风险总结工作座谈会在武汉召开，债权人委员会宣告解散。

湖北宜化作为上市公司，公司已正常推进股权融资。2023 年 7 月，公司向特定对象发行股票，取得募集资金总额 15.84 亿元，募集资金将用于洁净煤加压气化多联产技改搬迁升级项目建设，有利于提升公司长期盈利能力并增强资本实力。

公司治理、管理与发展战略

化工行业安全生产风险较大，原子公司新疆宜化 2017 年发生重大安全事故，公司安全生产管理需进一步提升

公司严格按照《公司法》的要求，建立了现代企业制度，不断完善法人治理结构。公司设有股东大会、董事会、监事会和经理层。董事会由 9~15 名董事组成，设董事长 1 人，董事会负责召集股东大会，执行股东大会决议；董事任期三年，任期届满可连选连任。监事会由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人；监事会对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督；监事的任期每届为 3 年，监事任期届满，连选可以连任。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。公司根据业务特点及管理需要，建立了核算类、税务类、材料类、往来类、生产类、销售

类、资金类、预决算类及法务类等方面的管理制度。

公司重视环保与安全生产等基础管理工作，严格根据《安全生产法》相关要求健全企业安全管理组织机构，完善安全生产管理制度及操作规程；成立安全生产委员会。2022年公司计划提取安全费用0.89亿元，实际列支安全费用1.19亿元。公司设置安全生产管理机构，配备专职安全生产管理人员；2020年青海宜化化工有限责任公司发生一般生产安全事故。公司不断优化产业结构，聚焦节能降耗、减污降碳、循环经济、智慧工厂、绿色用能各方面，如新宜化工项目、松滋肥业5G+互联网项目、分布式光伏发电项目等，新建装置达到国内清洁生产、能耗先进水平，环境风险更加可控。

公司将重点聚焦宜昌、新疆，统筹兼顾内蒙、青海区域，持续巩固化肥、化工产业，稳步推进延链、补链、强链工程，加快培育精细化工、化工新材料产业

“十四五”期间，公司将重点聚焦宜昌、新疆，统筹兼顾内蒙、青海区域，持续巩固化肥、化工产业，稳步推进延链、补链、强链工程，加快培育精细化工、化工新材料产业。实现存量中做增量，增量中提质量。

宜昌区域“十四五”期间主要任务是以沿江“关改搬转”为契机，完成猓亭和枝城两个基地搬迁入园，推进传统化肥提档升级，适时发展一批“短平快”精细化工和新材料项目。新疆区域主要围绕现有产业基础及煤电优势，进行延链补链强链。内蒙和青海区域主要推进现有产业技术升级，提升行业竞争力，同时根据当地产业基础，拓展特色精细化工产业。

财务分析

财务质量

公司提供了2020年~2022年合并财务报表，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2020年~2022年财务报表分别进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司2023年1~3月财务报表未经审计。

截至2022年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司19家。

资产构成与资产质量

近年公司资产规模有所下降，资产结构以非流动资产为主，受限资产规模较大，占净资产比重较高，公司存货规模波动增长，对资金形成一定占压

2020年末~2022年末，公司资产总额有所下降；资产结构以非流动资产为主，2022年末公司非流动资产占比71.55%。2023年3月末，公司资产总额小幅上升。

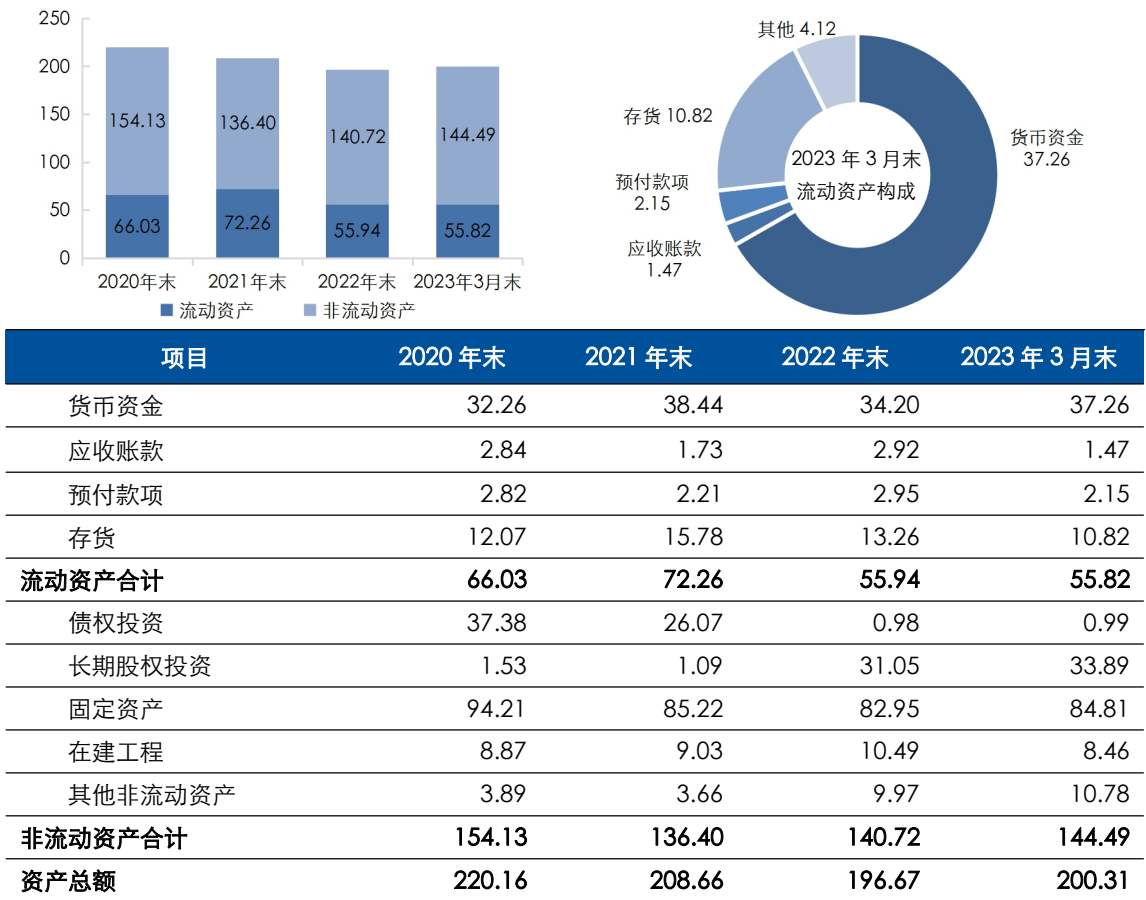
2020年末~2022年末，公司流动资产波动下降。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货构成。2020年末~2022年末，公司货币资金波动增长，主要为银行存款，2022年末银行承兑及信用证保证金等受限货币资金3.93亿元；2023年3月末，公司货币资金较上年末有所上升。2020年末~2022年末，公司应收账款有所波动，主要为应收货款；截至2022年末，公司应收账款累计计提坏账准备0.35亿元；一年以内应收账款占比为92.88%，占比较高；按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款金额占比为65.76%；2023年3月末，公

司应收账款较上年末下降 49.60%，主要系收回部分款项。2020 年末~2022 年末，公司预付款项波动增长，主要为预付供应商款项；其中 1 年以内预付款项占比 92.45%，按预付对象归集的期末余额前五名的预付款项占比 26.37%；2023 年 3 月末，公司预付款项较上年末有所下降。2020 年末~2022 年末，公司存货波动增加，主要为库存商品和原材料，2020 年末~2022 年末存货周转率分别为 9.56 次、10.04 次和 11.54 次，呈逐年上升趋势；存货占流动资产比重逐年增加，对资金形成一定占压；2023 年 3 月末，公司存货较上年末有所下降。截至 2023 年 3 月末，公司流动资产基本与 2022 年末持平。

2020 年末~2022 年末，公司非流动资产波动下降，主要由长期股权投资、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。2020 年末~2022 年末，公司长期股权投资保持增长，其中 2022 年末同比增长 29.96 亿元，主要系增加对新疆宜化化工有限公司（以下简称“新疆宜化”）投资 18.16 亿元（其中 10 亿元为债转股）、增加对松滋史丹利宜化新材料科技有限公司投资 4.20 亿元、增加对宜昌邦普宜化新材料有限公司投资 3.21 亿元及新增对宜昌邦普宜化环保科技有限公司投资 1.76 亿元；2023 年 3 月末，公司长期股权投资较上年末小幅上升。2021 年末，公司债权投资同比减少 11.31 亿元，主要系新疆宜化提前归还委托贷款本金 10.39 亿及利息所致；2022 年末同比减少 25.09 亿元，主要系收回新疆宜化委托贷款及对新疆宜化债转股增资所致。2020 年末~2022 年末，公司固定资产主要为机器设备和房屋建筑物，近年随计提折旧期末账面价值呈下降趋势；2023 年 3 月末，公司固定资产较上年末小幅上升。2020 年末~2022 年末，公司在建工程呈逐年小幅上涨趋势，截至 2022 年末主要在建项目包括洁净煤加压气化多联产技改搬迁升级项目、6 万吨/年 PBAT 项目和磷化工 20 万吨/年精制酸、65 万吨/年磷铵搬迁及配套装置升级改造项目；2023 年 3 月末，公司在建工程较上年末小幅下降。2020 年末~2022 年末，公司其他非流动资产波动增长，其中 2022 年末同比增加 6.32 亿元，主要系随着洁净煤加压气化多联产技改搬迁升级项目推进，预付工程设备款大幅上升；2023 年 3 月末，公司其他非流动资产较上年末小幅上升。2023 年 3 月末，公司非流动资产较上年末有所上升，构成变化不大。

资产受限方面，截至 2022 年末，公司受限资产 57.81 亿元，合计分别占总资产和净资产的 29.39%、84.90%，包括为借款提供质押的长期股权投资 44.18 亿元、用于抵押借款的固定资产 8.27 亿元、银行承兑及信用证保证金等受限货币资金 3.93 亿元及用于抵押借款的无形资产 1.42 亿元。

图表 23 公司近年资产构成情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

母公司方面，2020 年末~2022 年末，母公司资产总额稳中有降，以非流动资产为主且占比逐年增加，2022 年末非流动资产占比为 71.80%。同期末，母公司流动资产呈下降趋势，2022 年末主要由其他应收款、货币资金和应收票据构成。

资本结构

近年受益于经营积累和少数股东权益增加，公司所有者权益保持增长，2023 年 7 月，公司发行股票募集资金净额 15.69 亿元，资本实力进一步提升

2020 年末~2022 年末，公司所有者权益逐年增长，主要由资本公积、少数股东权益、未分配利润和实收资本构成。近年公司实收资本保持在 8.98 亿元，资本公积保持小幅上升；受益于经营积累，近年公司未分配利润持续增长。2020 年~2022 年，公司其他综合收益波动较大，主要系新疆宜化长期股权投资计量及估值波动影响；2021 年因对新疆宜化长期股权投资按成本法核算，评估增值计入其他综合收益；2022 年，公司增加新疆宜化持股比例并调整为权益法核算，其他综合收益转入留存收益。2020 年~2022 年，公司少数股东权益逐年增加但占所有者权益比重有所下降，2023 年 3 月末，公司少数股东权益占所有者权益比重超过 30%。2023 年 7 月，公司向特定对象发行股票，取得募集资金净额 15.69 亿元，公司资本实力有所提升。

图表 24 近年公司所有者权益结构情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
实收资本	8.98	8.98	8.98	8.98
资本公积	20.48	21.29	22.33	22.40
未分配利润	-30.54	-14.85	11.23	13.43
归属母公司所有者权益	3.26	24.08	46.76	49.10
少数股东权益	10.17	15.61	21.33	21.55
所有者权益	13.44	39.68	68.09	70.66

数据来源：公司提供，东方金诚整理

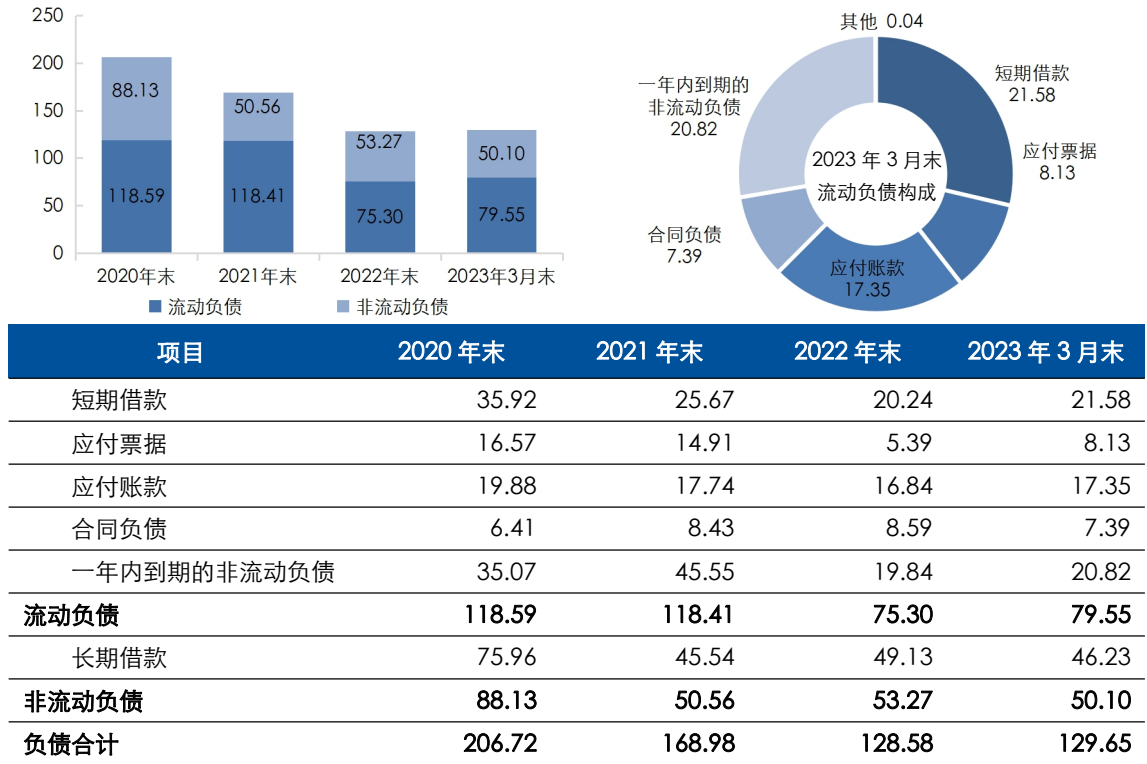
随着盈利能力提升和对到期债务的偿还，近年公司有息债务规模持续下降，未来公司技改搬迁、磷铵等项目投资规模较大，预计债务规模将有所上升

2020 年末~2022 年末，公司负债总额逐年下降，负债结构以流动负债为主，2022 年末流动负债占负债总额的 58.57%。2023 年 3 月末，公司负债总额较上年末小幅上升，构成仍以非流动负债为主。

2020 年末~2022 年末，公司流动负债持续下降，主要由短期借款、应付票据、应付账款、合同负债和一年内到期的非流动负债构成。2020 年末~2022 年末，公司短期借款逐年下降，主要用于补充流动资金，借款利率在 1.55%~4.07%之间，以保证借款、信用借款和保证&抵押借款为主；2023 年 3 月末，公司短期借款较上年末小幅上升。2020 年末~2022 年末，公司应付票据逐年下降，主要用于支付货款，2022 年末以银行承兑汇票为主；2023 年 3 月末，公司应付票据较上年末有所上升。公司应付账款主要为应付材料款和工程款，2020 年末~2022 年末，呈小幅下降趋势；从账龄看，截至 2022 年末，公司一年以内（含）应付账款占比为 78.55%；2023 年 3 月末，公司应付账款较上年末小幅上升。2020 年末~2022 年末，公司合同负债有所上升，主要为化工、化肥产品按合同预收款项；2023 年 3 月末，公司合同负债较上年末有所下降。2020 年末~2022 年末，公司一年内到期的非流动负债波动下降，主要系一年内到期的长期借款逐年下降。2023 年 3 月末，公司流动负债较上年末有所上升，构成变化不大。

2020 年末~2022 年末，公司非流动负债波动下降，以长期借款为主，其中 2022 年末长期借款占比 92.22%。2020 年末~2022 年末，公司长期借款波动下降，主要为保证、保证&质押和保证&抵押&质押借款，主要用于补充流动资金和项目贷款，2023 年 3 月末长期借款利率在 2.7%~4.35%之间。2023 年 3 月末，公司非流动负债有所减少，构成变化不大。

图表 25 公司负债构成情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

近年随着盈利能力提升，公司净利润及经营性净现金流量逐年提升，同时，公司加快对债务的偿还，2020年~2022年，公司有息债务规模逐年下降，且长期有息债务和短期有息债务规模均呈下降趋势。截至2022年末，公司全部债务为95.66亿元，其中短期有息债务占比47.74%，资产负债率为65.38%，全部债务资本化比率为58.42%。未来公司技改搬迁及磷铵等项目投资规模较大，预计债务规模将有所上升。

截至2023年3月末，母公司有息债务63.56亿元，其中短期和长期债务分别为33.20亿元和30.36亿元。母公司短期债务主要为短期借款11.60亿元、一年内到期非流动负债17.97亿元和应付票据3.63亿元；长期债务主要为长期借款30.28亿元。

图表 26 公司有息债务构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020年末	2021年末	2022年末	2023年3月末
全部债务	172.70	133.84	95.66	97.55
其中：短期有息债务	87.82	86.46	45.67	50.67
长期有息债务	84.88	47.38	49.99	46.88
长期债务资本化比率	86.33	54.42	42.34	39.88
全部债务资本化比率	92.78	77.13	58.42	57.99
资产负债率	93.90	80.98	65.38	64.73

数据来源：公司提供，东方金诚整理

未来债务压力方面，若以2023年3月末有息债务为基础，公司于2023年4~12月、2024年、2025年、2026年及以后到期的有息债务分别为43.99亿元、42.91亿元、0.77亿元和9.88

亿元，存在一定短期集中偿付压力。

对外担保方面，截至 2022 年末，公司对外担保余额为 16.39 亿元，担保比率为 23.20%⁶。主要包括对新疆宜化、宜昌邦普宜化新材料有限公司的担保。

盈利能力

受益于化肥行业需求上行及烧碱需求增加，公司近年营业收入和利润总额保持增长

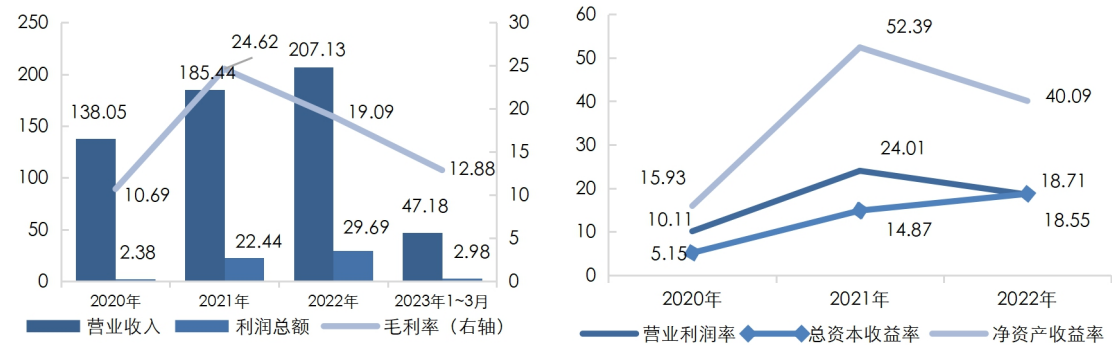
2020 年~2022 年，公司营业总收入保持增长；粮食价格上涨带动尿素施肥需求恢复、原材料价格大幅上涨助推聚氯乙烯价格上涨叠加烧碱需求上升，2021 年营业收入同比增长 34.33%；2022 年受益于化肥行业需求上行及烧碱需求增加，公司营业收入同比增长 11.69%。2020 年~2022 年，营业利润率大幅上升，主要系聚氯乙烯毛利率大幅波动。2020 年~2022 年，公司期间费用波动上升，其中管理费用和研发费用占比较高；受有息债务逐年下降影响，公司财务费用呈下降趋势。

非经常损益方面，2020 年~2022 年，公司信用减值损失有所波动；其中 2021 年损失规模小幅上升，主要系计提其他应收款坏账损失增加；2022 年转回信用减值损失 1.43 亿元，主要系收回贵州新宜矿业（集团）有限公司往来欠款，前期计提的该单位坏账 1.28 亿全额转回。2020 年~2022 年，公司资产减值损失有所波动；2021 年因固定资产和在建工程减值损失增加，包括湖北宜化江家墩矿业有限公司固定资产转让评估减值、公司合成氨升级改造项目迁址评估减值所致，从而导致资产减值损失同比大幅增加；2022 年资产减值损失规模同比下降。2020 年~2022 年，公司投资收益波动增长，其中 2021 年同比下降 60.81%，主要系债权投资的利息收入和处置长期股权投资产生收益下降；2022 年同比大幅增加 5.02 亿元，包括权益法核算的新疆宜化长期股权投资收益 1.97 亿元，处置长期股权投资产生的投资收益 3.32 亿元，主要为处置湖北宜化江家墩矿业有限公司投资收益 2.38 亿元及湖北香溪化工有限公司投资收益 0.94 亿元，其中子公司湖北宜化肥业有限公司（以下简称“宜化肥业”）以其持有湖北宜化江家墩矿业有限公司 100%股权对宜昌邦普宜化新材料有限公司增资，宜化肥业对邦普宜化新材料的出资比例仍为 35%，公司将不再持有对应磷矿控制权，但仍可继续供应公司磷矿资源。2020 年~2022 年，公司其他收益小幅下降，主要为各类产线技改、优化及升级改造等政府补贴。

2020 年~2022 年，公司利润总额及总资本收益率保持增长，净资产收益率波动增长，公司整体盈利能力有所提升。2023 年 1~3 月，公司实现营业收入 47.18 亿元、利润总额为 2.98 亿元。

⁶ 担保比率=担保余额/所有者权益

图表 27 公司收入及盈利能力（单位：亿元、%）



项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
营业总收入	138.05	185.44	207.13	47.18
期间费用	15.31	17.16	15.44	4.18
其中：销售费用	0.46	0.69	1.01	0.28
管理费用	4.32	4.65	4.58	1.84
研发费用	3.26	7.11	7.35	1.45
财务费用	7.27	4.72	2.50	0.60
期间费用占营业收入比重	11.09	9.25	7.45	8.85
营业利润率	10.11	24.01	18.55	12.45
利润总额	2.38	22.44	29.69	2.98
总资本收益率	5.15	14.87	18.71	-
净资产收益率	15.93	52.39	40.09	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

综合来看，预计 2023 年随着原材料石油、天然气等大宗商品价格回落，化肥价格难有支撑，叠加聚氯乙烯下游需求尚未明显恢复且传导需要一定时间，公司 2023 年经营整体承压。

从母公司经营来看，近年母公司收入保持增长，利润总额波动增加。2022 年母公司实现营业总收入和利润总额分别为 49.41 亿元和 15.19 亿元，分别同比增长 32.42%和 418.04%。

现金流

受益于公司盈利能力提升、经营性应收及存货占款改善，近年公司经营性净现金流持续增长，投资性净现金流波动较大，筹资性净现金流受净偿债规模影响波动下降

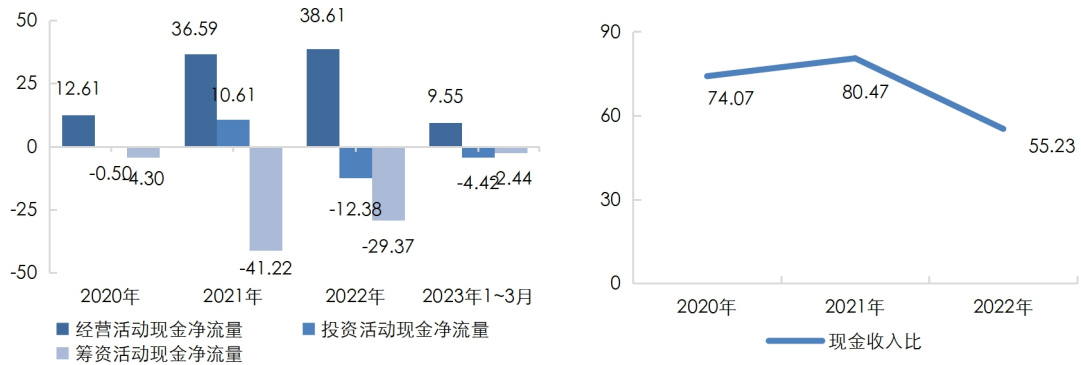
2020年~2022年，公司经营性净现金流持续增长；2021年受益于尿素和聚氯乙烯收入大幅上涨，营业收入及盈利规模大幅提升，公司经营性净现金流同比增长190.20%；2022年受益于存货和经营性应收占款改善，公司经营性净现金流小幅增长。2020年~2022年，公司投资性净现金流波动较大；2021年公司因收回新疆宜化化工有限公司委贷16.38亿元导致投资性净现金流回正；2022年因在建项目投入规模大幅上升，投资性净现金为-12.38亿元。2020年~2022年，公司筹资性净现金流持续为负，净流出规模波动增长，主要系公司受益于经营积累资金较充足，逐年归还借款。

2023年1~3月，公司经营性净现金流、投资性净现金流和筹资性净现金流分别为9.55亿元、

-4.42亿元和-2.44亿元。

2022年母公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额、筹资活动产生的现金流量净额分别为13.22亿元、10.84亿元和-23.62亿元。

图表 28 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

偿债能力

2020年~2022年, 公司流动比率、速动比率和经营现金流流动负债比均保持上升, 公司流动资产、经营性净现金流对流动负债的覆盖程度增强。受益于公司近年盈利持续增长及债务规模下降, 公司 EBITDA 保持增长, EBITDA 对利息的保障程度有所上升, 全部债务/EBITDA 持续下降。

图表 29 公司偿债能力主要指标 (%、倍)

指标名称	2020年(末)	2021年(末)	2022年(末)	2023年3月(末)
流动比率	55.67	61.02	74.29	70.17
速动比率	45.50	47.70	56.68	56.56
经营现金流流动负债比	10.63	30.90	51.28	-
EBITDA 利息倍数	2.75	7.66	12.78	-
全部债务/EBITDA	8.36	3.49	2.17	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至 2023 年 3 月末, 公司短期有息债务为 50.67 亿元, 无尚未到期的应付债券。2022 年公司分配股利、利润或偿付利息所支付的金额为 9.87 亿元。2022 年公司经营性净现金流为 38.61 亿元, 投资性净现金流为 -12.38 亿元, 筹资活动前净现金流为 26.23 亿元。预计 2023 年随着原材料石油、天然气等大宗商品价格回落, 化肥价格难有支撑, 叠加聚氯乙烯下游需求尚未明显恢复且传导需要一定时间, 公司 2023 年经营整体承压, 且公司在建及拟建项目投资规模较大, 随公司项目建设推进, 债务规模及外部融资将增加, 预计 2023 年筹资活动前净现金流对短期有息债务的保障能力有所下降。2023 年 7 月, 公司向特定对象发行股票取得募集资金净额 15.69 亿元, 募集资金投资项目将围绕投资公司主营业务相关的技术升级改造展开, 有利于提高公司盈利能力和资金充足性。

2017 年 7 月, 新疆宜化安全事故引发整个宜化集团金融风险, 为维持企业信用、系统性化

解风险，湖北省政府于2017年9月主导成立宜化集团银行业金融机构债权人委员会，通过实施“不压贷、不抽贷、不断贷”及贷款延期等措施，稳定了债务关系，为系统化解风险争取了时间。2023年3月，宜化集团成功化解金融风险总结工作座谈会在武汉召开，债权人委员会宣告解散，此后公司银行授信逐步恢复，但仍需要一定时间。截至2022年末，公司在各类金融机构的授信额度共计141.84亿元，其中已使用授信额度约为89.32亿元，尚未使用的授信余额约为52.52亿元。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（自主查询版），截至2023年12月15日，公司本部未结清信贷及授信中存在1个短期借款关注类信息，余额为0。公司本部已结清信贷及授信中存在222个关注类信息，包括31个中长期借款账户、54个短期借款账户、16个贴现账户、116个银行承兑汇票账户和5个信用证账户；主要系2017年7月新疆宜化发生安全事故后，公司贷款风险分类发生下调。

外部支持

公司实际控制人为宜昌市国资委，且宜化集团综合实力很强，作为宜化旗下磷化工和氯碱化工的主要运营主体及核心上市子公司，预计未来在矿产资源及融资等方面能持续得到股东及相关各方的较强支持

公司控股股东宜化集团在全国建有30余个研发中心和生产基地，煤矿、磷矿、盐矿等各类矿产资源储量较丰富。现有主导产品及年产能：尿素156万吨、磷酸二铵126万吨、纯碱110万吨、氯化铵110万吨、聚氯乙烯84万吨、烧碱68万吨、保险粉10万吨、季戊四醇6万吨、三羟甲基丙烷（TMP）2万吨，另有硫酸200万吨、电石105万吨及合成氨90万吨。产品在国内国际市场享有良好声誉，畅销印度、巴基斯坦、俄罗斯以及东南亚等多个国家和地区。截至2023年3月末，宜化集团资产总额为382.71亿元，所有者权益168.64亿元，资产负债率为55.94%。2022年，宜化集团实现营业总收入和利润总额分别为311.68亿元和45.22亿元。

作为宜化集团旗下磷化工和氯碱化工的主要运营主体及核心上市子公司，公司在矿产资源、融资等方面能够持续获得股东及相关各方的较强支持。宜化集团拥有煤矿、磷矿、盐矿等各类矿产资源储量45亿吨，公司生产的化肥产品优先采购宜化集团的磷矿资源，具有成本和资源保障优势；其次，宜化集团旗下设立财务公司，截至2023年3月末，公司取得湖北宜化集团财务有限责任公司的授信总额度为29.10亿元。

整体来看，宜化集团综合实力很强，作为宜化集团旗下磷化工和氯碱化工的主要运营主体及核心上市子公司，预计未来在矿产资源及融资等方面能持续得到股东及相关各方的较强支持。

抗风险能力及结论

东方金诚认为，公司围绕磷矿资源开发形成了上下游一体化循环经济产业链，磷酸二铵、尿素及聚氯乙烯产能位居行业前列，季戊四醇产能亚洲第一，市场地位及综合竞争力很强；公

司生产基地位于宜昌市等国内磷矿主产区以及内蒙古、新疆等低成本煤电区域，石灰石及电石自给率高且宜化集团磷矿资源丰富，磷肥基地临近长江，可进行低成本水路运输，具备一定综合成本优势；公司建成了全国性销售渠道和网络，品牌和渠道优势很强，近年磷肥销售价格上升，叠加烧碱行业供给放缓、下游需求提升，公司化肥及氯碱产品销售收入和毛利润持续增长。

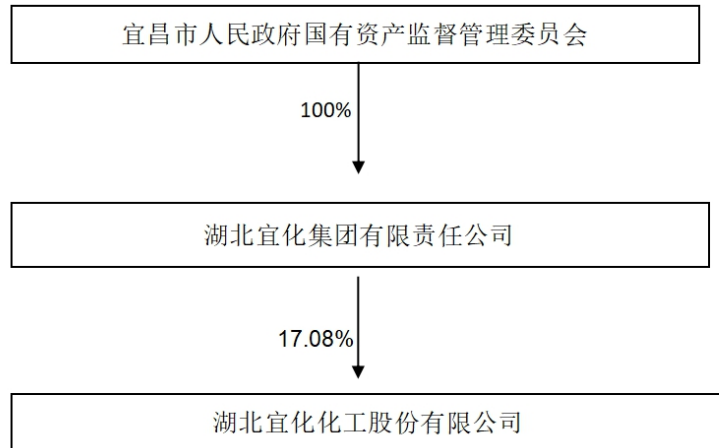
同时，东方金诚也关注到，2022年以来，房地产景气度下行，聚氯乙烯需求及价格偏弱，公司聚氯乙烯业务毛利率持续下滑；原子公司新疆宜化2017年发生重大安全事故，化工行业安全生产风险较高，公司未来仍需重视安全环保管理；公司在建项目投资规模较大，后续资金主要来源于自有资金、银行借款及募集资金等，存在一定资本支出压力。

外部支持方面，公司控股股东宜化集团综合实力很强，作为其磷化工和氯碱化工的主要运营主体及核心上市子公司，公司在矿产资源保障及融资等方面持续得到控股股东及相关方的较强支持。

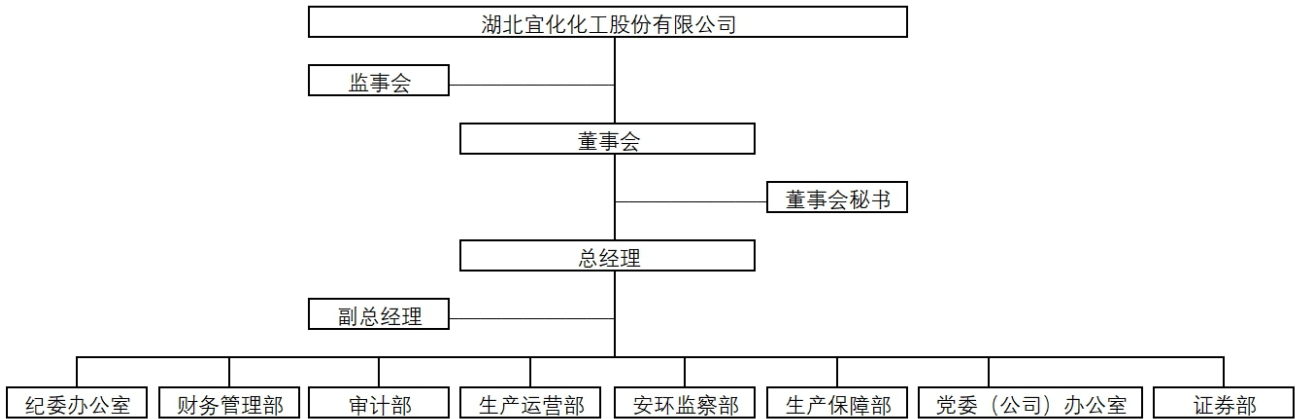
综上，东方金诚评定湖北宜化主体信用等级⁷为AA+，评级展望为稳定。

⁷ 本次主体评级信息的有效期限列示于信用等级通知书，有效期满后自动失效，请报告使用者仅参考处于有效期内的主体评级信息。

附件一：截至 2023 年 3 月末公司股权结构



附件二：截至 2023 年 3 月末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2020年	2021年	2022年	2023年3月 (未经审计)
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	220.16	208.66	196.67	200.31
所有者权益 (亿元)	13.44	39.68	68.09	70.66
负债总额 (亿元)	206.72	168.98	128.58	129.65
短期债务 (亿元)	87.82	86.46	45.67	50.67
长期债务 (亿元)	84.88	47.38	49.99	46.88
全部债务 (亿元)	172.70	133.84	95.66	97.55
营业收入 (亿元)	138.05	185.44	207.13	47.18
利润总额 (亿元)	2.38	22.44	29.69	2.98
净利润 (亿元)	2.14	20.79	27.29	2.79
EBITDA (亿元)	20.66	38.35	44.02	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	12.61	36.59	38.61	9.55
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-0.50	10.61	-12.38	-4.42
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-4.30	-41.22	-29.37	-2.44
毛利率 (%)	10.69	24.62	19.09	12.88
营业利润率 (%)	10.11	24.01	18.55	12.45
销售净利率 (%)	1.55	11.21	13.18	5.90
总资本收益率 (%)	5.15	14.87	18.71	-
净资产收益率 (%)	15.93	52.39	40.09	-
总资产收益率 (%)	0.97	9.96	13.88	-
资产负债率 (%)	93.90	80.98	65.38	64.73
长期债务资本化比率 (%)	86.33	54.42	42.34	39.88
全部债务资本化比率 (%)	92.78	77.13	58.42	57.99
货币资金/短期债务 (%)	36.74	44.46	74.88	73.52
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	7.01	35.26	27.42	-
流动比率 (%)	55.67	61.02	74.29	70.17
速动比率 (%)	45.50	47.70	56.68	56.56
经营现金流流动负债比 (%)	10.63	30.90	51.28	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.75	7.66	12.78	-
全部债务/EBITDA (倍)	8.36	3.49	2.17	-
应收账款周转率 (次)	-	81.21	89.11	-
销售债权周转率 (次)	-	42.17	46.85	-
存货周转率 (次)	-	10.04	11.54	-
总资产周转率 (次)	-	0.86	1.02	-
现金收入比 (%)	74.07	80.47	55.23	70.41

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。

短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定的要求，东方金诚将在湖北宜化化工股份有限公司（以下简称“受评主体”）主体信用等级有效期内，持续关注与受评主体相关的、可能影响其信用等级的重大事项，并在东方金诚认为可能存在对受评主体信用等级产生重大影响的事项时启动跟踪评级。东方金诚在信用等级有效期满后不再承担对湖北宜化化工股份有限公司主体的跟踪评级义务。

在主体信用等级有效期内发生可能影响受评主体信用评级的事项时，委托方或受评主体应及时告知东方金诚，并提供相关资料，东方金诚将就相关事项进行分析，视情况出具跟踪评级结果。

如委托方或受评主体未能及时或拒绝提供跟踪评级所需相关资料，东方金诚将有权视情况采取延迟披露跟踪评级结果、确认或调整信用等级、公告信用等级暂时失效或终止评级等评级行动。

东方金诚出具的跟踪评级结果将根据监管规定或委托评级合同约定向相关单位报送或披露。

东方金诚国际信用评估有限公司

2023年12月20日