

化肥行业

(弱) 稳定

化肥行业 2018 年度信用展望

工商企业评级部 吴迪妮

近两年我国化肥行业形势严峻，行业产能过剩严重，下游需求不足，主要产品产销量下滑，行业景气度低迷。受此影响，我国化肥行业整体盈利能力弱化，行业内亏损企业较多。2017 年以来我国化肥市场景气度呈现企稳回升态势，主要化肥产品价格出现不同程度的上涨，但成本推动特征明显，盈利的短期改善或在较大程度上依赖于价格及库存因素。化肥下游需求持续且明显改善的趋势不明朗，预计短期内化肥行业景气度将有所恢复，但部分亏损严重的化肥企业经营风险和财务风险较难有效缓解。

从化肥行业内已发债企业来看，主要为各省市内化肥龙头企业，区域地位稳固，市场份额较高。2017 年前三季度，化肥行业发行债券的主体 6 家，合计发行 8 支超短期融资券、2 支短期融资券和 1 支公司债。截至 2017 年 9 月末，化肥行业仍在存续期内的债券发行主体共计 17 个。2017 年前三季度化肥行业共有 2 家发行主体的信用等级被调降。

展望 2018 年，在化肥行业产能过剩的背景下，化肥行业整体盈利能力及资产流动性方面仍持续偏弱。考虑到成本支撑下，主流化肥产品价格逐步回升，部分龙头企业盈利能力或将显著改善，但是部分中小型或区域型化肥企业或将因为成本上涨面临更大的资金压力。全行业财务风险仍将持续偏高，信用风险暴露与否及程度仍将取决于政策安排（鉴于化肥行业与三农高度相关）。主要化肥发债企业整体债务增幅可控，但鉴于目前行业较弱的盈利能力及经营周转能力，预计债务负担及偿债指标仍将维持弱化态势，成本高企及流动性压力凸显的化肥企业或面临较高的信用风险。

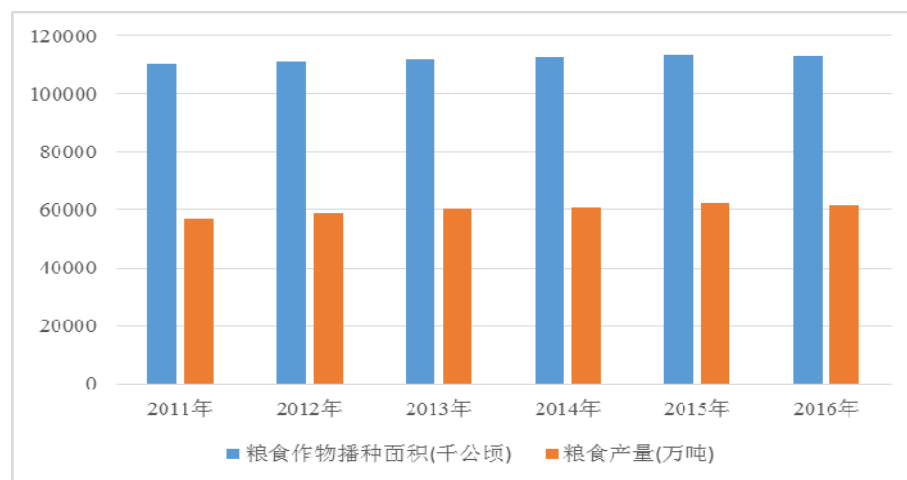
行业基本面

目前，我国化肥行业形势依旧严峻，行业产能过剩严重，下游需求不足，主要产品产销量下滑，行业景气度低迷。受此影响，我国化肥企业盈利能力大幅下滑，行业内亏损企业较多。但是，2017 年以来供需关系有所改善，主要原材料价格上行，支撑化肥产品价格上涨，部分龙头企业盈利好转或减亏明显。预计短期内化肥行业景气度将有所恢复，但部分亏损严重的化肥企业经营风险和财务风险较难有效缓解。

肥料是农业发展中不可或缺的一个元素，化肥行业是关系农业生产发展和农民切身利益的基础性行业。近年来随着农业供给侧结构性改革的提出，我国粮食作物播种面积和产量保持相对稳定，化肥、农药零增长行动稳步推进。根据国家统计局的统计，2016

年全国粮食播种面积 113,028.2 千公顷，较 2015 年减少 0.3%；全国粮食总产量 61,623.9 万吨，较 2015 年减少 0.8%。由于播种面积减少，化肥施用量也随之降低。2016 年我国农用氮磷钾化肥（折纯）产量 7,004.90 万吨，同比减少 4.80%，为近年来最大降幅；2017 年 1-10 月农用氮磷钾化肥（折纯）产量为 5,459.50 万吨，同比减少 5.00%。近两年虽然受去产能影响，化肥产量明显减少，但供过于求的问题仍较突出，2016 年我国化肥施用量为 6,034 万吨。受此影响近两年化肥行业运行艰难，国际压力增加、国内需求降低、环保压力加大、产能过剩等种种问题困扰着化肥企业。而与此同时，原材料价格的上涨更是雪上加霜。据国家统计局数据显示，2016 年氮肥行业已连续三年全行业亏损，亏损额度经核实修正后仍达 98 亿元，同比扩大 313%；磷肥全行业利润仅 6.4 亿元，处于亏损边缘；钾肥相对较好，全行业利润总额 24.31 亿元，但同比降幅也达 40.6%，企业亏损数增加至 24 家。

图表 1. 2011 年以来粮食作物播种面积和粮食产量情况



资料来源：国家统计局

另外，我国耕地面积不到全世界总量的 10%，但化肥施用量接近世界总量的 1/3，化肥利用率低。根据农业部公布的数据显示，我国农作物亩均化肥用量 21.9 公斤，远高于世界的平均每亩 8 公斤水平，是美国的 2.6 倍，欧盟的 2.5 倍。据统计我国水稻、玉米、小麦三大粮食作物氮肥、磷肥和钾肥当季平均利用率分别为 33%、24%、42%。其中，小麦氮肥、磷肥、钾肥利用率分别为 32%、19%、44%，水稻氮肥、磷肥、钾肥利用率分别为 35%、25%、41%，玉米氮肥、磷肥、钾肥利用率分别为 32%、25%、43%。化肥的过度使用不仅造成我国肥料资源的浪费，提高农业生产成本，进一步也对生态环境产生了巨大破坏。

整体来看，化肥行业形势严峻，主流化肥企业经营压力明显增强，行业信用质量弱化。

氮肥

目前我国化肥行业结构性供需矛盾比较突出，除钾肥需要进口外，氮肥和磷肥产能过剩严重。尿素作为含氮量最高的中性速效氮肥，是我国目前用量最大的氮肥品种，不但可以作为单一肥料，还可以与磷肥、钾肥混合制成复合肥料。但是，近年来国内化肥市场供需面一直是处于失衡状态，产能过剩问题突出。据氮肥工业协会统计，2016 年全国尿素总产能为 7710 万吨，较 2015 年减少 353 万吨。尿素产量也随之显著减少，2016 年尿素产量为 6192 万吨，同比减少 12.3%；2017 年 1-9 月尿素累计产量为 4348 万吨，同比减少 23%。

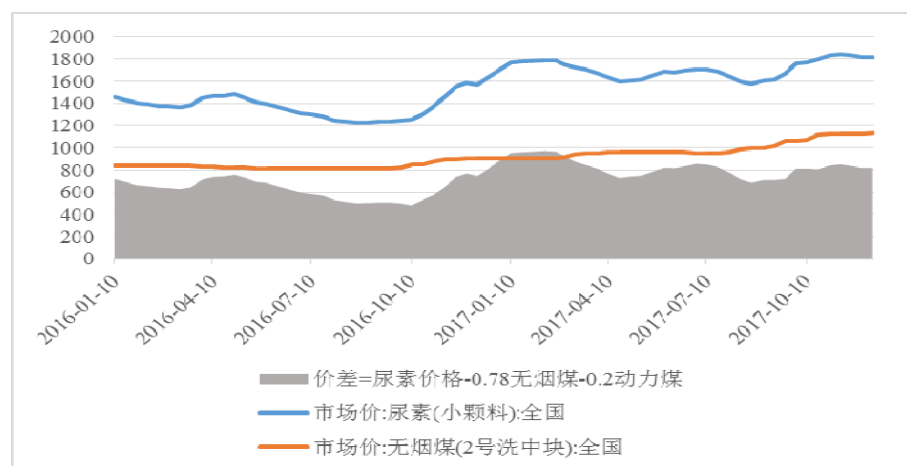
在化解产能过剩方面，据氮肥协会初步统计 2016 年共退出合成氨产能 292 万吨，尿素产能 433 万吨。截至 2017 年 10 月末，国内约 1,101 万吨产能长期停产，584 万吨产能短期停产，“僵尸”产能的退出有利于化解产能过剩矛盾。初步估计，2017 年将关停合成氨产能 340 万吨，关闭尿素产能 300 万吨；2018 年预计约 400 万吨长期停产产能永久退出。同时根据氮肥工业协会的统计，考虑到国家政策调控、环保压力和高成本等因素影响，2017 年预计仅有一套 30 万吨产能投产，新增产能将维持低位，至 2017 年末国内尿素产能预计在 7,500 万吨左右。

由于农产品价格偏低，农民购买力下降，近年来耕种积极性降低，氮肥需求持续疲软。2016 年尿素表观消费量为 5311 万吨，同比降低 6.6%，产能过剩率依然较高，约 15~20%。2017 年以来，农民备肥积极性持续低迷，尿素施用量下滑，预计全年尿素表观消费量在 5,500 万吨左右。2017 年 11 月末，国内尿素开工率维持在 57% 左右的低位。总体来看，氮肥行业供需矛盾仍较突出，去产能道路仍任重道远，短期来看行业景气度仍将维持低位。

目前氮肥生产工艺根据原料可分为煤头工艺和气头工艺，原材料主要是天然气和煤炭。而我国富煤贫油少气的资源特点，导致我国尿素产能中以煤炭为原料的约占 72%，以天然气为原料的约占 26%。煤头尿素主要集中于华北等煤炭资源丰富的地区，气头尿素主要集中于西南天然气丰富地区。其中煤头尿素又可分为水煤浆气化及传统固定床工艺，两者区别在于煤气化过程工艺不同，水煤浆用煤单耗更高，但由于使用烟煤，比固定床工艺使用无烟煤单价便宜，耗电量也比固定床少。目前水煤浆、固定床、气头三者平均成本约 1,210 元/吨、1,360 元/吨和 1,495 元/吨，成本差异较大。

由于产能过剩，受制于煤炭价格低位运行，2016 年尿素价格延续上年下滑的态势，从 2016 年初的 1,402.50 元/吨降至 8 月的 1,200.00 元/吨；随着煤炭行业去产能的稳步推进，2016 年 10 月起煤价开始上升，加之行业内维持低开工率，促使下游尿素价格明显回调，2016 年末尿素价格回升至 1,706.70 元/吨。进入 2017 年，尿素价格整体维持波动回调的态势，2017 年 10 月末国内小颗粒尿素价格为 1,835.80 元/吨（如图表 2 所示）。

图表 2. 2016 年以来无烟煤、尿素价格及价差情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

自 2016 年 10 月份以来，受煤炭价格攀升及运费上涨推动，尿素价格快速攀升，尿素与无烟煤之间的价差扩大，企业盈利情况好转。根据中国氮肥工业协会近期会议结果来看，2017 年前三季度氮肥行业主营业务增长，行业扭亏为盈。但行业内产能过剩严重，现阶段行业仍以调结构和去产能为主，行业运行仍将持续承压。

磷肥

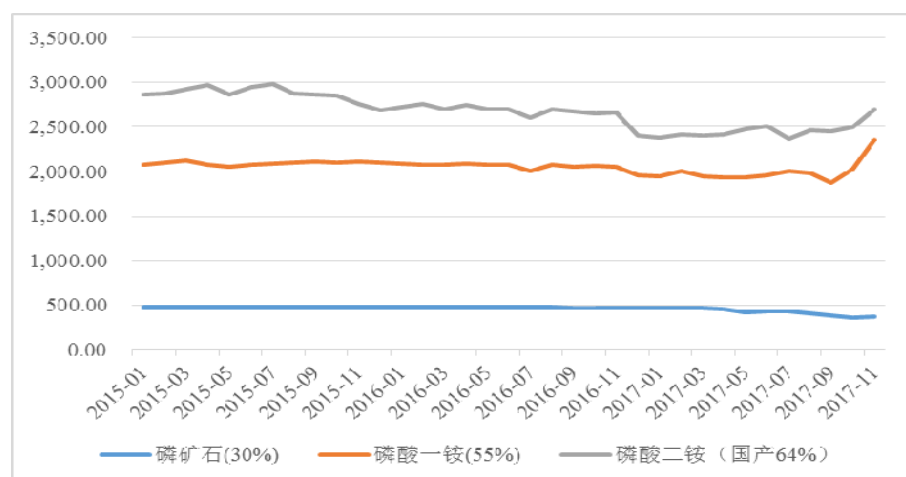
磷肥是以磷矿石为原料生产的含有作物营养元素磷的化肥，磷肥按磷元素含量高地通常分为低浓度和高浓度磷肥。目前磷肥主要为以磷酸一铵（MAP）和磷酸二铵（DAP）为代表的高浓度磷肥。我国磷肥行业技术装备和生产技术处于国际领先水平，大部分装置的设计和生产实现了国产化，磷矿采选、副产品回收和磷石膏处理等技术已达到世界先进水平，并形成了云南云天化股份有限公司（简称“云天化”）、瓮福（集团）有限责任公司（简称“瓮福”）和贵州开磷集团股份有限公司（简称“贵开磷”）等一批大型磷复肥企业集团。

但是，我国磷肥行业长期面临产能过剩、行业相对分散、市场无序竞争、环保投入有限及资源开采过度等问题。据国家统计局数据显示，2016 年我国磷肥折纯产量为 1,828.60 万吨，同比下降 0.20%；2017 年 1-9 月，磷肥折纯产量为 1,321.94 万吨，同比增长 0.44%。但是由于供需失衡，下游需求疲软，2017 年 1-9 月磷肥销售量为 1,253.2 万吨，同比下降 2.44%。磷肥产销率由 2016 年 9 月末的 97.6% 降至 2017 年 9 月末的 94.8%。

磷复肥方面，目前国内磷酸一铵和磷酸二铵合计产能约 4,500 万吨，表观消费量约 3,000 万吨，过剩率超过 30%。2017 年 1-10 月磷酸一铵产量为 1,955.51 万吨，表观消费量为 1,717.89 万吨，自给率为 113.83%；磷酸二铵产量为 1,467.71 万吨，表观消费量为 937.38 万吨，自给率为 156.58%。

磷肥生产主要原材料为磷矿石和硫磺，其中磷矿石成本占磷复肥生产成本的 30% 左右。我国磷矿资源储量相对丰富，主要分布于湖北、湖南、云南、贵州、四川等地，5 省磷矿资源储量为 135 亿吨，占全国 76.7%。但是我国磷矿石平均品位较低、采选难度大、开采成本较高。2017 年前三季度我国磷矿石生产产量 10,792.79 万吨，累计同比增长 6.10%。自 2013 年起，磷矿石价格持续下跌，目前处于筑底期间，2016 年末品味为 30% 的磷矿石价格为 470 元/吨，而 2017 年 11 月末进一步降至 368 元/吨。磷复肥价格方面，目前磷复肥价格处于筑底期间，且随着磷矿石价格的下行，2017 年前三季度磷酸一铵和磷酸二铵价格均略有下滑，截至 2017 年 11 月末，磷酸一铵（55%）和磷酸二铵（国产 64%）价格分别为 2,360 元/吨和 2,700 元/吨左右。

图表 3. 2015 年以来磷矿石、磷酸一铵和磷酸二铵价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

受制于磷肥产品量价齐跌，磷肥企业出现业绩不佳，甚至经营亏损。根据 2016 年第四季度至 2017 第三季度财务数据整理，云天化实现营业收入 712.42 亿元，净亏损 18.86 亿元；瓮福实现营业收入 409.43 亿元，净亏损 0.04 亿元；安徽六国化工股份有限公司（简称“六国化工”）实现营业收入 46.33 亿元，净亏损 1.06 亿元；安徽省司尔特肥业股

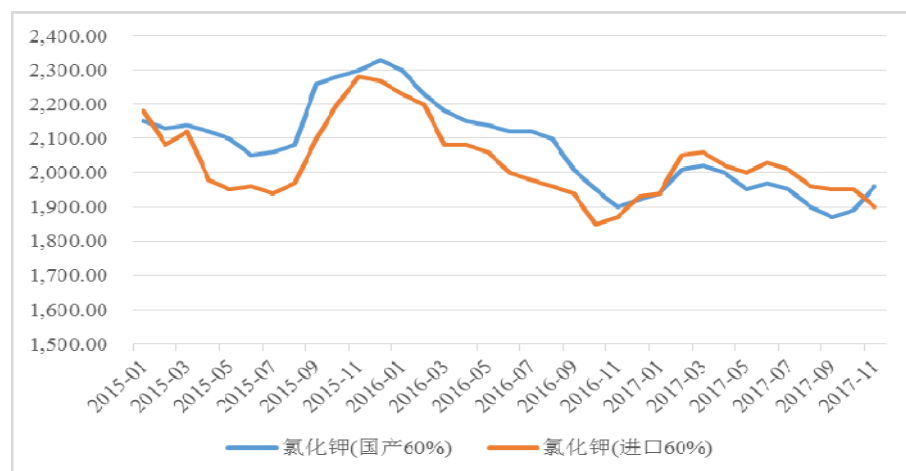
份有限公司（简称“司尔特”）实现营业收入 25.23 亿元，净利润 1.69 亿元。为改善磷肥企业经营困境，提高行业盈利水平，2017 年初国内主要磷肥企业提出“集体限产”和“联合挺价”两方面。企业提议以一年为周期，各大磷酸二铵企业联合限产 30% 左右，以缓解产能过剩。磷铵限产提价的提出有利于改善行业内的供需不平衡，提高行业整体盈利水平。就目前政策效果而言，磷铵产品价格止跌企稳，同时主要磷肥龙头企业积极推动基础肥提质升级，加强新型肥研发，经营情况有所好转，逐步实现减亏。但这些措施或将在短期内改善企业经营情况，仍难以从根本上解决困扰行业长期发展的产能过剩问题。

钾肥

全球钾盐资源分布集中于加拿大和俄罗斯两国，我国钾盐资源较少，主要位于青海察尔汗湖和新疆罗布泊湖，资源十分有限，因此国内钾肥生产企业都拥有相应的钾盐资源。目前中国钾肥自给率达到 50% 左右，但国内钾肥供应量仍不能满足需求，仍是世界钾肥进口大国。2016 年末中国氯化钾自有产能在 803 万吨，占世界总产能的 10.2%；硫酸钾自有产能在 287 万吨，占世界总产能的 38.3%。我国钾肥产品以氯化钾为主，产量不足全球产量的 10%，进口需求量比较大。2016 年我国氯化钾进口量为 682.00 吨，较 2015 年减少 27.60%；2017 年 1-9 月，我国氯化钾进口量为 391.00 万吨，同比增长 16.10%。2017 年 7 月 13 日，中方钾肥联合谈判小组（中化、中农和中海化学）与乌拉尔钾肥公司就中国 2017 年钾肥海运进口合同达成一致，合同价格为到岸价 230 美金，较之去年的到岸价 219 美金，上调 11 美金。由于国内钾肥市场对进口的依赖度比较高，钾肥价格更多的受制于国际市场。目前来看，国内外氯化钾价格差异不大，2017 年 11 月末，国产氯化钾和进口氯化钾价格分别为 1,960 元/吨和 1,900 元/吨。

受资源供应的影响，钾肥价格相对较稳定，但缓慢下行的趋势仍较明朗。随着钾肥大合同的确定，预计 2018 年钾肥市场走势趋稳。

图表 4. 2015 年以来国内外氯化钾价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

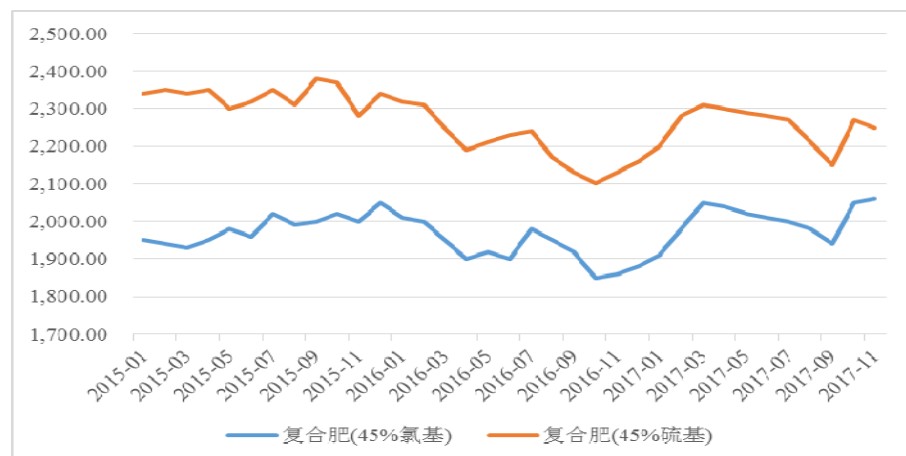
复合肥

复合肥方面，我国复合肥行业企业众多，分布广，且存在一定的运输半径，由此造成了行业集中度低，低端市场竞争激烈的格局。目前我国复合肥生产企业超过 100 家，行业集中度低，产能合计约 2 亿吨，2016 年复合肥产销量仅 5,000-6,000 万吨，平均开工率只有 30% 左右。我国复合肥主要产区集中在华东、华中及西南区域，其中华东区域总产能占比约为 50%，形成了金正大生态工程集团股份有限公司（简称“金正大”）、史

丹利农业集团股份有限公司（简称“史丹利”）、鲁西化工集团股份有限公司（简称“鲁西化工”）等一系列复合肥龙头企业。

复合肥价格波动趋势与单质肥基本一致,2017年1-4月由于原材料单质肥价格回升,复合肥价格整体缓慢上升;5月以来随着单质肥价格回落,复合肥价格也有所回落;10月进入采暖季以来环保督查趋严,部分复合肥企业遭遇限产和停产,供给端趋紧促使复合肥价格回升。其中45%氯基复合肥年初和11月底价格分别为1,950元/吨和2,060元/吨,45%硫基复合肥年初和11月底价格分别为2,340元/吨和2,250元/吨。受国内经济下行压力、农产品行情低迷、上游单质肥价格波动影响,复合肥行业运行成本增加,下游客户购肥、备肥积极性降低,复合肥企业盈利能力和盈利空间明显收窄。根据各主要复合肥生产企业的2017年三季报的公告,金正大实现营业收入189.18亿元,较上年同期增长8.62%,归属于上市公司股东净利润9.08亿元,较上年同期减少19.48%;史丹利实现营业收入39.30亿元,较上年同期减少15.60%,归属于上市公司股东净利润2.39亿元,较上年同期减少48.27%;成都云图控股股份有限公司(简称“云图控股”)实现营业收入56.49亿元,较上年同期增长20.34%,归属于上市公司股东净利润0.84亿元,较上年同期减少48.36%;深圳市芭田生态工程股份有限公司(简称“芭田股份”)实现营业收入14.67亿元,较上年同期减少5.61%,归属于上市公司股东净利润0.18亿元,较上年同期减少86.02%。

图表 5. 2015 年以来国内主要复合肥产品市场价格 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind 资讯

由于复合肥领域资金和技术进入门槛低,行业内同质企业多,价格竞争激烈,主要复合肥产品毛利率下跌,企业盈利能力大幅下滑。根据多家上市复合肥企业的全年业绩预告,全年净利润或将维持上年水平,甚至出现大幅负增长,复合肥行业经营压力持续扩大。

行业政策方面,我国政府一方面积极推动淘汰落后产能和鼓励行业内并购整合,另一方面鼓励化肥出口,取消或降低主要化肥产品的出口关税。双管齐下以逐步化解过剩产能的努力或可取得一定的短期效果。但中长期看,行业能否健康发展仍有待于通过技术与产品研发推动产品附加值的提升,全行业减量提质压力巨大。

2014 年中央经济工作会议和 2015 年中央一号文件提到的加快农业现代化建设、加快转变农业生产方式、注重农业技术创新、全面深化农村改革、推进农村土地制度改革等。现代农业、规模化种植、种植方式的改变等定会带来对农业生产资料新的需求,经济作物专用肥、高效缓释肥、水溶性肥料、生物肥料、土壤调理剂等为代表的具有一定技术要求和较高附加值的新型肥料会有更大的市场空间。2014 年底和 2015 年初,农业部发布《2020 年实现农药、化肥用量零增长》的政策和《化肥、农药零增长行动方案》,

要求从 2015 年起，主要农作物肥料利用率平均每年提升 1 个百分点以上，力争到 2020 年，主要农作物肥料利用率达到 40% 以上。国家推动化肥使用效率的提升来减少化肥施用量，将加快行业淘汰落后产能，加强行业集中度，利于龙头企业的发展。

2016 年 12 月 23 日，国务院关税税则委员会公布了《关于 2017 年关税调整方案的通知》，与 2016 年度相比，2017 年中国肥料出口关税政策主要变化：取消尿素、氯化铵等氮肥出口关税；取消重钙、普钙等磷肥出口关税；取消磷酸一铵、磷酸二铵、氮磷二元肥等复合肥出口关税；氮磷钾三元复合肥出口关税从 30% 下调至 20%；氯化钾、硫酸钾、硝酸钾等钾肥出口关税保持不变。

2017 年 12 月 15 日，财政部公布了《国务院关税税则委员会关于 2018 年关税调整方案的通知》（税委会〔2017〕27 号）内容。国务院决定，自 2018 年 1 月 1 日起，适当调整磷矿石和氮磷钾三元复合肥出口关税，其他原料和其他肥料进出口关税政策保持 2017 年水平。2018 年度，中国对磷矿石出口仍然实行配额管理，配额总量 80 万吨；出口关税从 20% 下调至 10%。对列明含钾的肥料及原料继续征收出口关税，硝酸钾和磷钾二元复合肥从价按 5% 税率征收，硫酸钾、氯化钾从量按 600 元/吨征收，其他钾盐和钾矿从价按 30% 税率征收。氮磷钾三元复合肥由 20% 从价计征调整为从量按 100 元/吨征收。按照历史出口数据看，高关税下三元复合肥的出口量一般只有几万吨（2017 年 1-10 月三元复合肥出口量为 39,972.42 吨，出口金额为 2,046.23 万美元）。从价税变更为从量税有利于促进三元复合肥的出口，也有助于国内复合肥企业降本提质，提升国际竞争力。

图表 6. 主要化肥产品出口政策调整情况

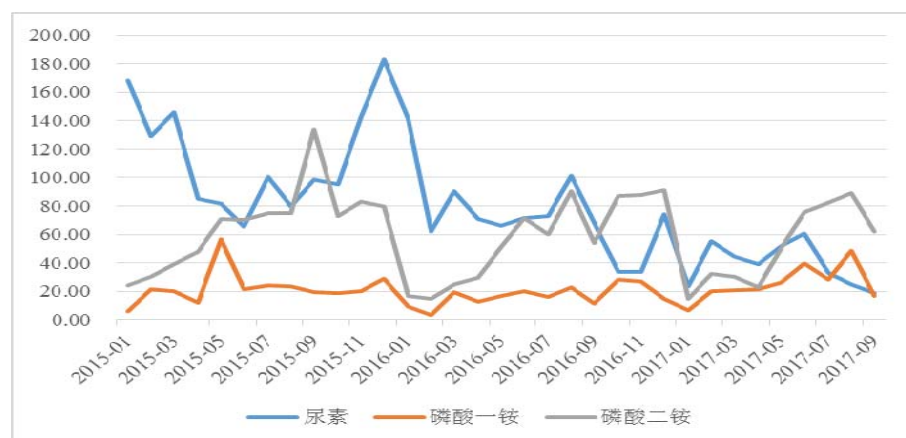
产品	2016 年度	2017 年度	2018 年度
尿素	80 元/吨	零关税	零关税
磷酸一铵	100 元/吨	零关税	零关税
磷酸二铵	100 元/吨	零关税	零关税
氮磷二元复合肥	5%	零关税	零关税
氯化钾	600 元/吨	600 元/吨	600 元/吨
磷钾二元复合肥	5%	5%	5%
肥料用氯化铵	5%	零关税	零关税
硝酸盐及磷酸盐混合物	5%	零关税	零关税
三元复合肥	30%	20%	100 元/吨

资料来源：中国化肥网

虽然为消化过剩产能，国家通过采取“零关税”政策来鼓励化肥出口，但是从 2017 年前三季度化肥出口的表现来看仍差强人意。根据海关总署的统计，2017 年前三季度我国肥料出口合计 1,904 万吨，同比减少 6.10%；出口金额为 45.59 亿美元，同比减少 6.40%。尤其是尿素出口方面，尽管取消了 80 元/吨的出口关税，但我国尿素的海外竞争力没有实质性改善。2017 年前三季度尿素出口量大幅减少，累计实现尿素出口 352.71 万吨，同比减少 52.80%（2016 年 1-9 月尿素累计出口 744.83 万吨，同比减少 21.90%）。一方面，国内化肥生产优惠政策取消，电价上调，恢复征收增值税，导致化肥企业生产成本上升，国际竞争力减弱；另一方面，国际化肥企业扩大产能，加之较低的原油价格及天然气价格，国外生产商成本优势明显。2017 年以来，尿素国际-国内价差日益扩大，年初阿拉伯海湾和国内尿素离岸价相当，均为 232.50 美元/吨；但至 2017 年 11 月末，阿拉伯海湾尿素离岸价为 237.00 美元/吨，国内尿素离岸价则为 265.00 美元/吨，价差已超过 25 美元/吨。

磷复肥出口方面，近几年受益于出口关税政策放松，同时印度、巴西、美国等地区对磷复肥进口需求快速增加，磷复肥出口增长明显。据海关统计，2017 年前三季度磷铵出口量较上年同期显著增长，其中磷酸一铵累计出口 229.99 万吨，磷酸二铵累计出口 445.27 万吨（2016 年前三季度分别为 132.25 万吨和 413.60 万吨）。

图表 7. 2015 年以来主要肥料品种出口数量变化（单位：万吨）



资料来源：Wind 资讯

另外税收方面，从 2017 年 7 月 1 日开始化肥行业的增值税由 13% 下调至 11%。据国家统计局数据统计，2016 年我国氮肥、磷肥、钾肥、复合肥制造业主营业务收入为 8,049 亿元，此次化肥增值税税率下降两个点，粗略估算化肥行业生产环节可以减免的税负为 142.46 亿元 $(8,049/(1+13%)*2\%)$ 。与此同时，以增值税为基数的相关附加税费也会相应减少，此举可以一定程度上减轻化肥生产、流通企业负担将有利于行业盈利能力的恢复。

近年来政府加强了对于环保督查和整改的力度，2013 年 9 月政府提出了“大气十条”环保政策，2016 年起委派中央环保督察组分批巡视各省。化肥在生产过程中会产生大量的烟气和粉尘，未经处理的排放会对大气造成严重污染。2017 年 4 月以来，环保部对京津冀及周边传输通道“2+26”城市开展为期一年的大气污染防治强化督查。8 月以来，华东、西南等地区陆续均有环保组入驻，且在环保组执行力较为坚硬的情况下，多数生产企业受到了较大的影响，开工率显著下滑。此外，采暖季以来，“煤改气”的实施导致北方地区天然气供应紧张，为保障北方地区用气需求，西南地区气头尿素企业普遍面临限产或停产。数据显示，截至 11 月 25 日，西南地区 16 个尿素企业(合计产能 866 万吨)开工率已降至 37%，西南气头尿素企业开工率平均 40%。行业内开工率的降低促使供需状况有所改善，对化肥价格的回升起到一定提振作用。

整体而言，国家一方面积极推动淘汰落后产能，提高化肥施用率；另一方面政策上鼓励出口，消化国内过剩产能。预计 2018 年化肥政策仍以去产能和调结构为主要基调，同时环保督查趋严促使化肥供需情况改善，行业景气度逐渐恢复。

行业样本数据分析

2014 年以来化肥行业景气度持续低迷，行业盈利水平显著弱化。同时化肥行业维持较高的资本支出，总体资产负债率维持高位。行业整体流动性弱，偿债压力大。但是化肥行业销售模式以款到发货为主，整体现金流情况尚可。且 2016 年第四季度以来，行业景气度略有恢复，各项财务指标均出现好转迹象。行业内各板块景气度排序上：钾肥>复合肥>磷肥>氮肥。

通过对股票及债券市场上化肥企业的统计和整合，Wind 行业分类中化肥行业上市及发债企业合计 30 家。其中湖北宜化化工股份有限公司（简称“湖北宜化”）和湖北宜化集团有限责任公司（简称“宜化集团”）、阳煤化工股份有限公司（简称“阳煤化工”）和山

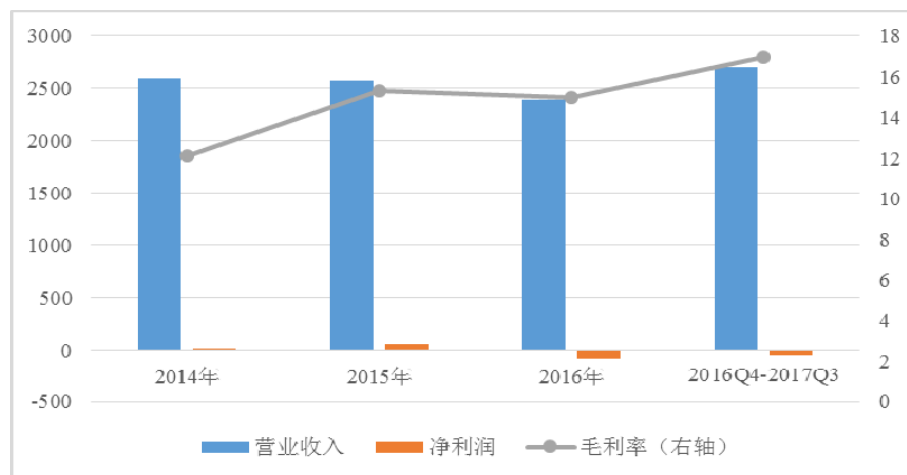
西阳煤化工投资有限责任公司（简称“阳煤投资”）、云天化和云天化集团有限责任公司（简称“云天化集团”）、六国化工和铜陵化学工业集团有限公司（简称“铜陵化学”）、湖北新洋丰肥业股份有限公司（简称“新洋丰”）和湖北洋丰集团股份有限公司（简称“洋丰集团”）系母子公司关系，在样本数据统计时存在重复计算的可能，故根据核心业务的分类方式，在样本数据统计时保留湖北宜化、阳煤投资、云天化、六国化工和洋丰集团。此外，湖北三宁化工股份有限公司和天脊煤化工集团股份有限公司由于未公开三季度数据，故在样本统计和分析时剔除掉，梳理出核心业务为化肥的企业合计 23 家。

2014 年以来，化肥行业景气度持续低迷，加之优惠政策的相继取消加大了企业经营成本的负担，行业盈利能力持续弱化。同时化肥行业维持较高的资本支出，总体资产负债率维持高位，个别企业已出现严重的资不抵债，行业整体流动性弱，偿债压力大。但是化肥行业销售模式以款到发货为主，整体现金流情况尚可。且 2016 年第四季度以来，行业景气度略有恢复，经营效率有所提高，各项财务指标均出现好转迹象。预计 2017 年全年化肥行业整体经营及财务情况将好于 2016 年，行业内各板块景气度排序上：钾肥>复合肥>磷肥>氮肥。

盈利能力

2014~2016 年化肥行业实现营业收入 2,591.70 亿元、2,575.28 亿元和 2,396.58 亿元，行业景气度低迷，营收情况弱化明显。由于近年来农产品价格维持低位，农民备肥积极性低；加之行业产能过剩严重，原料价格处于下行通道中，主流化肥产品价格下跌。获利能力上，尽管行业营业成本也呈现下行的趋势，但在营业收入大幅负增长影响下净利润从 2014 年的 4.08 亿元降至 2016 年的-84.37 亿元（其中 2016 年中化化肥有限公司大额亏损 50.14 亿元）。但 2016 年 9 月以来，随着上游原料去产能初见成效，成本端价格上涨推动化肥产品价格回升，行业盈利情况有所好转，2016 年第四季度至 2017 年前三季度化肥行业实现营业收入 2,695.53 亿元，净利润-53.57 亿元（其中中化化肥有限公司亏损-42.86 亿元）。

图表 8. 2014 年以来化肥行业盈利情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind 资讯

由于氮、磷、钾、复合肥供需情况不同，各家企业的生产工艺及成本控制能力存在优劣势，行业内企业盈利情况差异明显。对于氮肥这种成本依赖较为显著的行业来说，成本控制方面的优劣势直接影响了企业在盈利情况上的差异。例如，上市公司山东华鲁恒升化工股份有限公司（简称“华鲁恒升”）尿素产能采用水煤浆气化技术，尿素生产成本低，水煤浆气化技术较国内竞争对手具有 200-300 元/吨成本优势，因此在氮肥企业大规模亏损的 2016 年仍然维持和前两年相当的盈利水平，且毛利率水平维持在 20% 左右。反观大部分使用固定床工艺的企业或生产线，在行业景气度低迷的 2015 年和 2016

年则出现显著的盈利弱化甚至亏损，例如湖北宜化和阳煤投资 2016 年的毛利率分别为 11.90% 和 6.51%，净亏损分别为 14.08 亿元和 11.14 亿元。此外，国内气头尿素生产企业成本高企，加之采暖季供气受限，西南气头尿素企业纷纷减产或停产，例如四川泸天化股份有限公司（简称“泸天化”）2016 年的毛利率和净利润分别为 2.06% 和 -3.81 亿元，盈利能力弱。

磷肥成本构成中合成氨、磷矿石和硫磺三者的比重约为 31%、45% 和 24%，因此国内磷肥生产企业主要依靠磷矿或硫磺等资源优势发展起来。样本企业中，云天化和瓮福依靠云贵地区丰富且品位较高的磷矿石资源成为行业内的龙头企业，六国化工则拥有全国第二大硫铁矿山，2016 年行业内企业毛利率在 6%-8% 之间。2015 年以来，由于贸易业务收入增长，云天化和瓮福营业收入有所增长，但是磷肥产品量价齐跌，化肥板块盈利能力显著下滑，2016 年云天化和瓮福净亏损分别为 35.37 亿元和 0.46 亿元。

钾肥方面，样本企业仅有青海盐湖工业股份有限公司（简称“盐湖股份”）和藏格控股股份有限公司（简称“藏格控股”），二者共同占据察尔汗盐湖，钾盐资源储量丰富。尽管 2015 年以来钾肥价格下跌，钾肥企业盈利空间随之缩小，但钾肥行业盈利能力仍显著高于其他单质肥。盐湖股份和藏格控股 2016 年毛利率分别为 42.68% 和 71.66%，净利润分别为 2.10 亿元和 9.19 亿元。

复合肥由于准入门槛低，行业内企业众多，企业产能规模大，但扩张更多的是出于市场布局的考虑，实际开工率低。复合肥板块盈利水平相对稳定，毛利率维持在 15%-20% 左右。2014 年以来由于单质肥价格下滑，复合肥产品价格下跌，大部分复合肥企业营收和利润出现下降，但整体盈利能力仍优于氮磷等单质肥。2016 年三季度以来，随着单质肥价格企稳回升，复合肥价格相应上涨，但上涨幅度低于原料上涨幅度。从 2017 年前三季度复合肥样本企业经营数据看，企业个体差异较大，例如金正大、鲁西化工和洋丰集团作为行业龙头企业，产能布局广泛，市场占有率高，2017 年以来盈利情况好转。但是部分区域型和规模较小的复合肥企业由于缺乏规模化优势效应，原料成本上涨一定程度上侵蚀了其盈利能力，导致利润下滑。

经营业绩

化肥作为同质化产品，产能过剩严重，行业内竞争激烈，近年来叠加部分优惠政策取消，营业总成本呈现上升趋势，企业费用控制能力有待进一步提升。2014~2016 年行业内期间费用分别为 291.60 亿元、301.32 亿元和 294.50 亿元，对应的期间费用率分别为 11.25%、11.70% 和 12.29%。具体来看，期间费用中财务费用占比有所下降，主要是管理费用和销售费用上升。其中管理费用增加的原因一方面系薪酬水平上升，另一方面系去产能过程中兼并整合较多。销售费用方面，2015 年以来随着铁路公路上运输费用优惠政策日渐减少或取消，化肥运费价格有所上涨，尤其是对于钾肥和磷肥等资源型肥料来讲，运费的上升增加了企业运营成本。整体来看，行业内优惠政策的逐步取消或减少增加了企业的三费成本，预计短期内期间费用仍将呈现波动上升态势；但是随着去产能的深入，加上行业景气度低迷背景下化肥企业加强了对于三费的管控以达到降本增效的目的，未来期间费用率或将有所回落。

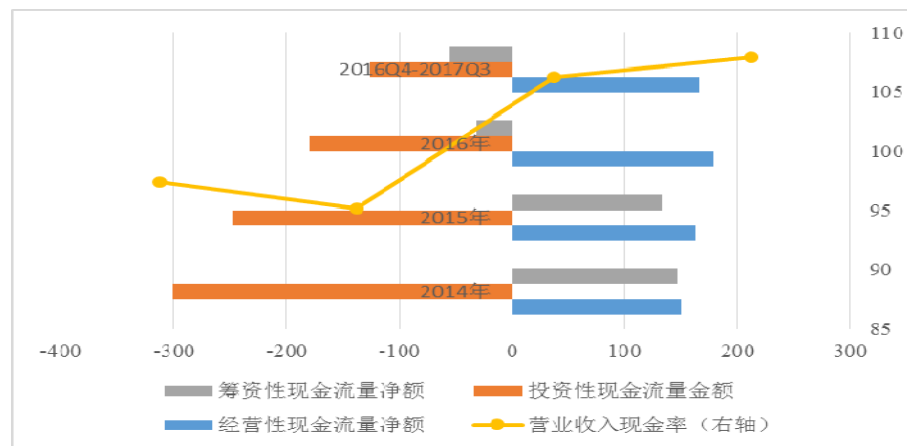
现金流

化肥行业的销售模式以款到发货为主，相较于其他行业而言，整体维持了较高的营业收入现金率，2014~2016 年分别为 97.42%、95.16% 和 106.23%。近年来，由于行业景气度低迷，部分化肥企业为扩大市场规模提高盈利水平，给予下游优质客户一定的赊销账期，但是基本可在销售旺季结束后实现资金回笼。2014~2016 年化肥行业经营性净现金流持续增加但增幅收窄，分别为 149.82 亿元、162.69 亿元和 179.27 亿元，整体维持了较稳定的经营性净现金流和获现能力。

投资性现金流方面，化肥企业以构建固定资产和购买理财产品为主。随着供给侧结构性改革的提出，氮肥行业产能增速明显放缓，企业固定资产投资大幅减少，投资支出以技改为主，新增产能较少；磷肥企业投资性现金流支出主要是用于上游磷矿石资源储备和购买理财产品，以及生产线技改项目；钾肥企业由于坐拥盐湖，资源丰富，近年来随着新能源电池的兴起，钾肥企业积极开拓盐湖提锂技术，因此投资性支出集中于新能源板块上；复合肥企业则是加大了产能布局，短期内投资性支出仍较大。

筹资活动方面，化肥行业筹资规模有所减少，主要是权益融资规模减少¹，债务融资每年仍维持在较大规模。2014~2016 年化肥行业筹资性现金流量净额为 146.71 亿元、132.65 亿元和-31.23 亿元，现金流情况从大幅流入状态转成流出状态，目前以偿还借款为主。从 2017 年前三季度筹资活动现金流状况看，短期内化肥行业筹资活动仍以偿还债务为主。

图表 9. 2014 年以来化肥行业现金流情况及营业收入现金率（单位：亿元，%）



资料来源：Wind 资讯

债务状况

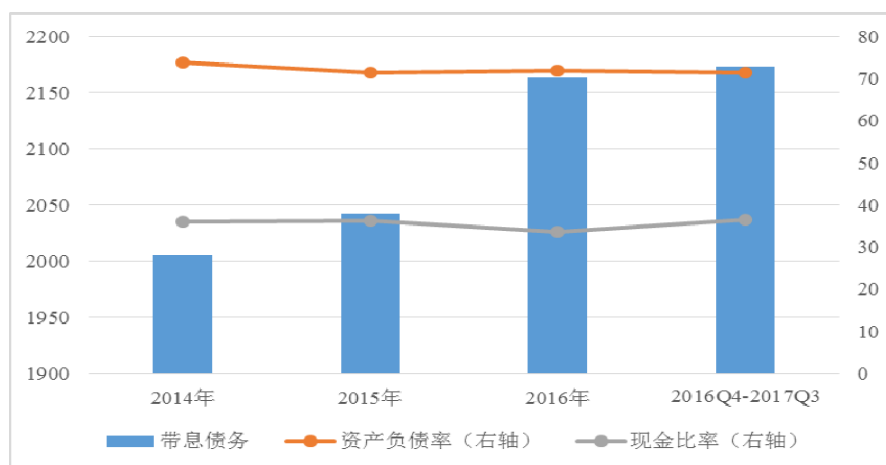
由于行业景气度差，而资本支出维持高位，化肥行业财务杠杆水平高企，2014~2017 年 9 月末化肥行业平均资产负债率分别为 73.81%、71.28%、72.00% 和 71.48%；带息债务分别为 2,004.91 亿元、2,042.49 亿元、2,163.09 亿元和 2,173.59 亿元。由于化肥行业主要依靠债务融资实现规模扩张，整体带息债务规模大，且短期债务占比超过 60%，面临较大的即期偿债压力。另外，由于行业特性，化肥行业资产以非流动资产为主，资产流动性弱，因此流动性压力的问题突出，2014~2017 年 9 月末行业平均流动比率分别为 0.70、0.70、0.65 和 0.67。

行业内个体差异较大，优质企业融资渠道通畅，市场占有率高，且成本控制能力和成本转嫁能力强，资产负债率维持在 30%-40% 的较低水平；但是个别企业如柳州化工股份有限公司（简称“柳州化工”）、广西河池化工股份有限公司（简称“河池化工”）、泸天化等企业债务负担沉重，资产负债率已接近甚至超过 100%，面临严重的资不抵债。

纵观行业发展趋势，钾肥企业未来将依靠盐湖资源，增加新能源板块的研发投入；氮肥企业和磷肥企业未来侧重于上下游产业链的协同发展和行业内的兼并整合；复合肥企业加强了农化服务板块的拓展以及产能的布局。因此未来行业仍面临较大的资本支出，财务杠杆水平或将维持目前的高位态势。

¹ 样本数据中，盐湖股份 2015 年末定增近 50 亿元，筹资活动现金净流入 99.60 亿元。

图表 10. 2014 年以来化肥行业带息债务情况、资产负债率和现金比率（单位：亿元，%）

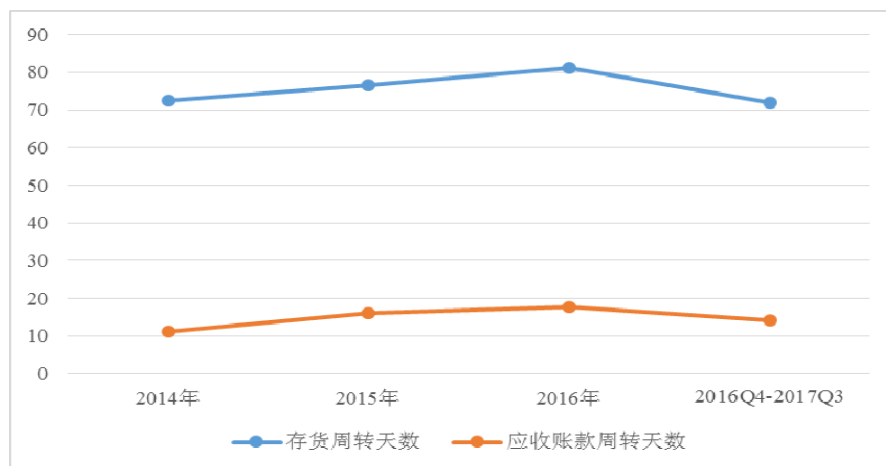


资料来源：Wind 资讯

经营效率

化肥行业兼具生产型企业和流通型企业双重特征，在考察经营效率时主要考量存货周转天数和应收账款周转天数。2014~2016 年，由于行业景气度持续低迷，化肥行业经营效率明显弱化，存货周转天数和应收账款周转天数均呈现增长态势。2014~2016 年，化肥行业平均存货周转天数为 72 天、77 天和 81 天，侧面反映出下游经销商备货积极性不高，需求低迷的行业现状。2014 年以来，在国内经济下行的大背景下，下游客户资金紧张，部分化肥企业调整销售策略，给予部分客户赊销账期，导致应收账款周期拉长，2014~2016 年平均应收账款周转天数为 11 天、16 天和 18 天。但是自 2016 年第四季度起，化肥行业景气度略有恢复，经营效率各项指标均有所提升，2016 年第四季度到 2017 年前三季度化肥行业平均存货周转天数和应收账款周转天数升至 72 天和 14 天。

图表 11. 2014 年以来化肥行业存货周转天数和应收账款周转天数（单位：天）



资料来源：Wind 资讯

样本企业信用等级分布及级别迁移分析²

主体信用等级分布与迁移

从化肥行业内已发债企业来看，主要为国内化肥龙头企业，区域地位稳固，市场份额较高。2017 年前三季度，化肥行业发行债券的主体 6 家（分别为盐湖股份、鲁西化工、洋丰集团、云图控股、铜陵化学和河南心连心化肥有限公司（“心连心化肥”）），合计发行 8 支超短期融资券、2 支短期融资券和 1 支公司债。截至 2017 年 9 月末，化肥行业仍在存续期内的债券发行主体共计 17 个，包括 5 家双评级企业（如附录一所示），其中鲁西化工³和宜化集团⁴主体双评级结果不一致，故 AAA 级主体 2 个，AA⁺级主体 2 个，AA 级主体 13 个，A⁺级主体 1 个，B 级主体 1 个。

图表 12. 化肥行业主体信用等级分布

发行主体信用等级	2017 年前三季度		截至 2017 年 9 月末	
	发行主体数量 (家)	占比 (%)	存续主体数量 (家)	占比 (%)
AAA	1	16.67	2	10.53
AA ⁺	1	16.67	2	10.53
AA	4	66.67	13	68.42
A ⁺	—	—	1	5.26
B	—	—	1	5.26
合计	6	100.00	19	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2017 年前三季度，化肥行业共有 2 家发行主体信用等级向下迁移，分别为湖北宜化⁵和柳州化工股份有限公司（简称“柳州化工”）（如附录三所示）。另外，阳煤投资和芭田股份主体评级展望由稳定调整至负面。由于化肥行业供过于求的矛盾突出，行业短期内景气度仍将低迷，去产能压力仍然较大，预计行业信用质量仍面临较大弱化压力。新世纪评级将持续关注行业内主体信用等级迁移情况。

图表 13. 化肥行业主体信用等级迁移情况

2017 年 9 月末 2016 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	BBB	B
AAA	2						
AA ⁺		2	1				
AA			12				
A ⁺					1		
BBB							1

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

² 本部分主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果，即不考虑中债资信的评级结果。此外，统计主体等级分布时剔除重复主体，即单一主体发行多期债券时只按该主体最新信用等级计一次。

³ 鲁西化工集团股份有限公司委托评级机构有 2 家，分别为中诚信国际和中诚信证评，其中中诚信国际给予其 AA⁺/稳定；中诚信证评给予其 AA/稳定，并于 2017 年 11 月 3 日将其调升为 AA⁺/稳定。

⁴ 湖北宜化集团有限责任公司委托评级机构有 2 家，分别为中诚信国际和联合资信。其中中诚信国际给予其 AA，并列于信用评级观察名单；于 2017 年 10 月 17 日将其调降为 AA⁻，列入可能降级信用评级观察名单。联合资信给予其 AA⁺/稳定；于 2017 年 8 月 7 日将其列入信用评级观察名单；于 2017 年 11 月 13 日将其调降为 AA。

⁵ 湖北宜化化工股份有限公司委托评级机构有 3 家：中诚信国际、中诚信证评和联合信用。由于经营业绩亏损，债务负担沉重，以及安全环保事故频发，2017 年 2 月中诚信国际和中诚信证评将其信用等级下调至 AA，2017 年 5 月联合信用将其评级下调至 AA。2017 年 10 月三家评级机构再次将其信用等级下调至 AA⁻，其中中诚信国际和中诚信证评将其列入可能降级信用评级观察名单，联合信用将其列入信用评级观察名单。

样本企业主要债券品种利差分析⁶

2017 年前三季度，化肥行业发行债券的主体 3 家（分别为盐湖股份、云图控股和心连心化肥），合计发行 2 支短期融资券和 1 支公司债。具体发行利差情况详见附录三。

1. 短期融资券⁷

2017 年前三季度，化肥行业内发行 2 支短期融资券，融资主体分别为盐湖股份和云图控股。其中，盐湖股份主体信用等级为 AAA，发行利差为 168.36BP；云图控股主体信用等级为 AA，发行利差为 249.84BP。

图表 14. 化肥行业短期融资券发行利差情况（单位：BP）

发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
		区间	均值
AAA	1	168.36	168.36
AA	1	249.84	249.84

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2. 公司债券

2017 年前三季度，化肥行业内发行 1 支公司债券，系心连心化肥发行的 3 年期公司债券。发行时主体信用等级为 AA 级，评级展望为稳定，发行利差为 347.83BP。

图表 15. 化肥行业公司债发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
3 年	AA	1	347.83	347.83

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

⁶ 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券，不包含超短期融资券。

⁷ 仅统计 1 年期短期融资券，不含超短期融资券。

2018 年行业信用风险展望

在化肥行业产能过剩的背景下，化肥行业整体盈利能力及资产流动性方面仍持续偏弱。考虑到成本支撑下，主流化肥产品价格逐步回升，部分龙头企业盈利能力或有所改善，但是部分中小型或区域型化肥企业或将因为成本上涨面临更大的资金压力。全行业财务风险仍将持续偏高，信用风险暴露与否及程度仍将取决于政策安排（鉴于化肥行业与三农高度相关）。主要化肥发债企业整体债务增幅可控，但鉴于目前行业较弱的盈利能力及经营周转能力，预计债务负担及偿债指标仍将维持弱化态势，成本高企及流动性压力凸显的化肥企业或面临较高的信用风险。

图表 16. 影响化肥行业信用质量核心要素的变化趋势及潜在影响

产品	影响因素	变化趋势及潜在影响
氮肥	工艺/成本	水煤浆气化技术是行业发展趋势，国内生产成本高企的氮肥企业或生产线或将逐步淘汰。
	供需关系	行业内去产能将持续，“十三五”规划提出氮肥总产能控制在 6100 万吨，产能利用率提升至 80% 以上，产能过剩基本得到化解。
	出口政策	鼓励出口，消化国内过剩产能。
	环保政策	环保政策趋严，环保督查持续。
	上下游协同产业链	近年来由于化肥行业景气度低迷，部分化肥企业重点发展合成氨和甲醇等高毛利的协同化工产品。
磷肥	资源/成本	重点开发磷矿石、硫磺和硫铁矿等磷肥相关上游矿产资源。
	供需关系	行业内去产能将持续，“十三五”规划到 2020 年磷复肥总产能控制在 2200 万吨，五年内淘汰落后产能 300 万吨。
	出口政策	鼓励出口，消化国内过剩产能。
钾肥	资源/成本	重点开发氯化钾、硫酸钾等钾肥相关上游矿产资源，优化提纯工艺。
	国际钾肥价格	国内钾肥价格受制于国际钾肥价格。
	协同产业链	利用盐湖丰富资源，发展新能源等相关协同产业。
复合肥	供需关系	淘汰落后产能，提升行业集中度，提高产能利用率。
	上游单质肥价格	复合肥价格受上游单质肥价格波动影响大。目前主要单质肥价格上行，或支撑复合肥价格上涨。
	生产规模	扩大市场布局，实现规模化优势。
	技术研发	加大研发投入，发展新型肥料和多元化肥料，提供农业复合化率。
	下游需求	扩大经销商规模；发展农化综合服务，提升下游客户粘性。

注：新世纪评级整理总结

（一）化肥行业仍以去产能为主要基调

数据显示，我国化肥总产能已达 13,167 万吨，产量达 8,011 万吨，而需求量仅为 6,610 万吨，过剩量高达 1,401 万吨，产能过剩严重。我国氮肥和磷肥产能远超市场需求，为此中国氮肥工业协会提出，“十三五”期间要关停尿素产能 1,300 万吨，到 2020 年，氮肥总产能控制在 6,100 万吨，产能利用率提升至 80% 以上。此外，国土部也于去年 9 月发文声明，对于尿素等过剩行业新增产能以及未纳入《石化产业规划布局方案》的新建项目，一律不再受理用地预审。磷复肥方面则提出到 2020 年，磷复肥总产能控制在 2,200 万吨左右，淘汰产能 300 万吨，高浓度磷复肥品种（不含复混肥料、掺混肥料）年平均

产能利用率达到 80%。2018 年化肥行业仍将以调结构和去产能为主要基调，行业运行仍将持续承压。

(二) 主流化肥产品价格上涨

2017 年以来化肥行业景气度有所回升，主要化肥产品价格企稳上涨。展望 2018 年，受供求改善和成本推动，主导化肥产品价格或将维持稳步上行态势。

一方面，煤炭、电力等原料价格上涨，促使氮肥价格显著上升。另一方面，供给侧结构性改革和环保督查的推进，大量落后及不达标的中小产能被淘汰，行业景气度逐步回升。目前尿素库存量维持低位，加之采暖季部分生产线停产或限产，化肥生产企业仍将维持较低的开工率，低库存或将一定程度上推动尿素价格上涨。

磷肥主要原料有磷矿石、硫磺和液氨。自 2016 年 9 月份以来，硫磺及液氨价格大幅上涨。2018 年磷肥原料价格有望继续回调，加之磷肥行业内“集体限产”和“联合议价”的提出，将支撑磷酸一铵和磷酸二铵价格走高。

钾肥生产成本也在上升。一方面，人工工资上涨、资源税增加等，开采成本增加；另一方面，钾肥产地集中在青海和新疆，运距长，随着铁路货运优惠政策的取消或减少，钾肥运费显著增加。

(三) 需求稳中有降

化肥需求减少与下游农业关系密切，2018 年农业播种面积或将继续减少。一方面工业、铁路、公路、房地产等行业快速发展，占用耕地问题严重；另一方面，农产品价格低迷，农民种植积极性不高，部分农业用地抛荒现象突出，依靠增加种植面积来增加化肥用量的基础不再存在。国家政策层面，国家提出化肥零增长的战略，探索实行耕地轮作休耕制度试点等，测土配方施肥得到大力推广以及施肥方式的变化，用肥总量减少是大势所趋。由于缓控释肥的推广，华北、华东等地区大田作物一年三季用肥（小麦追肥、玉米用肥和小麦底肥）改为两季用肥（玉米用肥和小麦底肥），化肥需求或稳中有降。

(四) 鼓励化肥出口

根据最新出台的 2018 年化肥出口关税政策，氮肥和磷肥产品维持零关税，三元复合肥关税由从价计征调整为从量计征。就目前的化肥关税政策的实施效果来看，尿素由于国际竞争力不佳导致出口受到抑制，磷复肥方面则受益于零关税政策出口量显著增加。此次维持氮肥出口零关税将保证尿素出口价差不被继续拉大；三元复合肥出口关税调整为从量计征有利于促进三元复合肥的出口，也有助于国内复合肥企业降本提质，提升国际竞争力。

(五) 环保因素对市场影响大

随着环保整治力度加大，环保因素将继续成为影响化肥市场的一个重要因素。据环保部披露，2017 年上半年，全国实施“环保法”四个配套办法案件数量高达 17,169 件，约是去年同期的 2.6 倍。“散乱污”是强化督查中最突出的问题，2017 年上半年查出“散乱污”企业 17.6 万家，其中不乏化肥农资企业。受环保督查影响，部分中小型化肥企业处于停检阶段，行业产能开工率或将维持低位。环保标准提高及监管力度加大，一方面提高生产成本，另一方面将影响企业的开工负荷，影响到化肥生产，进而影响市场供求关系。

(六) 肥料品种多元化环保化

目前，我国肥料行业的发展仍存在很多问题，如产能过剩、产品结构不合理、产品利用率低、农化服务不到位等。同时，由于长期过量和不合理施用化肥，导致基础地力低下、土壤养分失衡、耕地土壤板结酸化、局部地区重金属超标等问题。在此背景下，肥料市场对新型肥料和特种肥料提出了更高的要求，能够提高肥料利用率、环保性能好

的新型肥料受到青睐，特别是缓控释肥、液体肥、水溶肥、微量元素肥等新型肥料将得到快速发展。

总体来看，国家持续推动化解过剩产能，支持企业兼并重组整合优质资源，有利于改善目前化肥行业供需失衡的状况，提高企业盈利能力。同时，受化肥出口政策利好影响，我国化肥国际竞争力将有所提高，化肥出口有望改善。此外，随着环保监察力度加大，对化肥工艺和标准的要求日趋提高，多元化和环境友好型的化肥产品是未来化肥产品发展的主流趋势。

附录一

化肥行业发债企业信用等级分布及主要财务数据与指标

(2016/Q4~2017/Q3, 合并口径, 亿元, %)

发行人名称	最新主体 评级及展望	评级机构	期末总资产	期末所有者 权益	期末资产 负债率	期末现金 类资产	期末刚 性债务	期末流 动比率	年度营 业收入	年度净 利润	年度经营性 现金流量净额
青海盐湖工业股份有限公司	AAA/稳定	中诚信证评 大公国际	835.82	258.17	69.11	67.57	432.19	63.31	107.26	-8.45	22.39
中化化肥有限公司	AAA/稳定	中诚信国际	205.87	61.66	70.05	5.93	92.91	59.17	173.45	-42.86	0.15
云天化集团有限责任公司	AA/稳定	大公国际	955.66	143.44	84.99	131.46	633.88	60.75	798.68	-20.65	31.79
鲁西化工集团股份有限公司	AA+/稳定 AA+/稳定	中诚信国际 中诚信证评	263.50	96.65	63.32	7.00	104.50	26.60	143.10	11.45	28.92
湖北宜化化工股份有限公司	AA/观察名单 AA/观察名单 AA/观察名单	中诚信国际 中诚信证评 联合信用	381.71	55.02	85.59	50.06	213.92	47.56	115.21	-26.21	22.46
湖北宜化集团有限责任公司	AA/观察名单 AA/观察名单	联合资信 中诚信国际	567.24	77.70	86.30	61.62	311.49	61.45	189.19	-31.48	20.70
山西阳煤化工投资有限责任公司	AA/负面	新世纪评级	404.84	54.46	86.55	79.41	252.65	52.38	187.36	-0.94	-0.63
瓮福(集团)有限责任公司	AA/稳定	中诚信国际	362.30	86.94	76.00	40.66	206.50	80.17	409.43	-0.04	22.06
湖北洋丰集团股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	111.82	55.67	50.22	19.91	18.11	162.20	92.41	5.05	16.73
铜陵化学工业集团有限公司	AA/稳定	中诚信国际	132.13	35.54	73.11	19.15	54.72	62.17	89.26	-0.59	10.08
深圳市芭田生态工程股份有限公司	AA/负面	鹏元资信	43.80	20.89	52.32	7.24	19.71	75.85	19.25	-0.30	3.09
河南心连心化肥有限公司	AA/稳定	联合资信 联合信用	119.35	40.06	66.43	11.03	64.82	68.08	73.57	3.23	7.18
成都云图控股股份有限公司 ⁸	AA/稳定	鹏元资信	93.96	31.50	66.48	15.25	39.29	65.58	70.27	0.65	11.09
安徽省司尔特肥业股份有限公司	AA/稳定	鹏元资信	45.81	32.99	28.00	2.76	6.78	370.73	25.23	1.69	1.55
柳州化工股份有限公司	B/负面	鹏元资信	33.25	-2.00	106.02	0.67	23.21	22.85	17.50	-5.64	0.23
湖北三宁化工股份有限公司*	AA/稳定	鹏元资信	71.19	42.29	40.60	63.12	25.02	8.22	12.31	7.54	66.61
天脊煤化工集团股份有限公司*	A+/稳定	联合资信	111.23	27.94	74.88	70.94	8.71	0.24	5.03	47.75	64.65

注：①主要财务数据为2017年9月末数据；

②*主体由于未公开三季度数据，主要财务数据为2016年年度数据。

⁸ 成都云图控股股份有限公司原名为成都市新都化工股份有限公司

附录二

化肥行业样本企业信用质量

(略)

附录三

2017 年以来化肥行业发债主体级别调整情况

发行人	评级机构	最新主体等级及展望	最新 评级日期	2016 年末主体 等级及展望
湖北宜化化工股份有限公司	联合信用 中诚信国际 中诚信证评	AA-/列入信用观察名单 AA-/列入可能降级信用 观察名单 AA-/列入可能降级信用 观察名单	2017-10-31 2017-10-17 2017-10-17	AA+/稳定
湖北宜化集团有限责任公司	中诚信国际 联合资信	AA-/列入可能降级信用 观察名单 AA-/列入信用观察名单	2017-10-17 2017-11-13	AA/稳定 AA+/稳定
鲁西化工集团股份有限公司	中诚信证评	AA+/稳定	2017-11-3	AA/稳定
山西阳煤化工投资有限责任公司	新世纪评级	AA/负面	2017-7-27	AA/稳定
深圳市芭田生态工程股份有限公司	鹏元资信	AA/负面	2017-6-23	AA/稳定
柳州化工股份有限公司	鹏元资信	B/负面	2017-6-21	BBB/负面

附录四

2017 年前三季度化肥行业发行债券利差情况

发行债券种类	发行期限 (年)	发行时信用等级	发行主体	发行利差 (bp)
短期融资券	1	AAA/稳定/A-1	青海盐湖工业股份有限公司	168.36
短期融资券	1	AA/稳定/A-1	成都云图控股股份有限公司	249.84
公司债	3	AA/稳定/AA	河南心连心化肥有限公司	347.83