跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]808 号

河南心连心化肥有限公司：

联合信用评级有限公司通过对河南心连心化肥有限公司主体长期信用状况和公开发行的“17 心化 01”进行跟踪评级，确定：

河南心连心化肥有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

河南心连心化肥有限公司公开发行的“17 心化 01”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年七月十二日

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

河南心连心化肥有限公司
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	发行期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
17 心化 01	5 亿元	3 年	AA	AA	2017/8/28

跟踪评级时间：2018 年 6 月 12 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	111.81	121.33	120.26
所有者权益（亿元）	40.76	41.58	43.17
长期债务（亿元）	44.20	35.23	36.16
全部债务（亿元）	54.88	59.78	60.38
营业收入（亿元）	59.30	80.93	23.16
净利润（亿元）	1.15	4.34	1.59
EBITDA（亿元）	9.30	13.54	--
经营性净现金流（亿元）	6.80	10.23	2.15
营业利润率（%）	20.06	22.81	--
净资产收益率（%）	2.99	10.55	3.75
资产负债率（%）	63.54	65.73	64.10
全部债务资本化比率（%）	57.38	58.98	58.31
流动比率（倍）	0.89	0.66	0.66
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.23	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.42	4.97	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.86	2.71	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、2018 年 1 季度度财务报表数据未经审计、相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对河南心连心化肥有限公司（以下简称“公司”或“心连心化肥”）的跟踪评级，反映了跟踪期内，公司作为国内单体规模最大的煤基尿素生产企业，在行业地位、市场认可程度、产能、技术水平及经营稳定性等方面继续保持优势；2017 年，化肥行业呈底部回升态势，公司产品价格上涨带动收入和利润规模显著增长，经营活动现金流保持良好。同时，联合评级关注到跟踪期内尿素、复合肥行业仍处于产能严重过剩状态，在建工程投资压力较大等因素对其信用水平产生的不利影响。

随着我国化肥行业落后产能的逐渐淘汰，公司综合竞争力将得以进一步体现。公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“17 心化 01”债项信用等级为“AA”。

优势

1．跟踪期内，公司在行业经验，生产规模，技术水平等方面仍保持较强的竞争力，行业地位高。

2．2017 年，公司受产品价格复苏以及复合肥及三聚氰胺销量上升影响，营业收入实现增长，公司积极进行产品结构优化，盈利能力大幅提高；同时收入实现质量保持较好，经营现金流状况较佳。

3．随着新疆公司先进产能的释放，公司整体生产规模进一步扩大，产品辐射范围、市场占有率及综合毛利率水平进一步提升。

关注

1．我国化肥行业产能过剩压力大，行业内市场竞争激烈，致使公司面临一定的经营压力。

2．公司生产过程中会产生一定量的废水、废气和废渣等废弃物，随着环保政策趋严，公司环保风险加大；同时，公司部分产品在生产、运输、销售过程中存在一定安全风险。

3．公司在建项目规模较大，未来存在一定资金支出压力；未来新建产能能否及时消纳仍具有不确定性。

4．2017 年，公司债务规模增长，短期偿债压力较大。

分析师

王　越
电话：010-85172818
邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

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

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

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：樊思

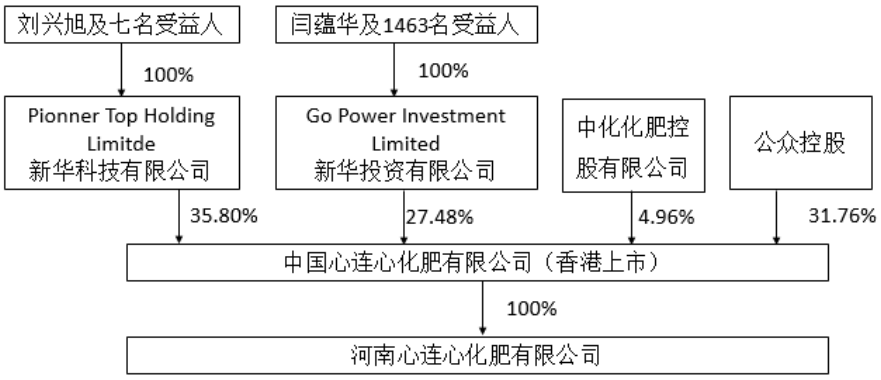
联合信用评级有限公司

一、主体概况

河南心连心化肥有限公司（以下简称“公司”或“心连心化肥”）原由河南心连心化工有限公司出资组建，原注册资本为人民币10,757万元。2006年7月，经河南省商务厅文件“豫商资管[2006]116号”《关于同意外资并购河南心连心化肥有限公司的批复》，河南心连心化工有限公司将所持有的心连心化肥100%的股权以1,350万美元的价格转让给新加坡CHINA XLX FERTILIZER LTD.（中国心连心化肥有限公司）（以下简称“中国心连心”），企业性质变更为外商独资。2007年9月，公司变更注册资本为人民币40,000万元，为中国心连心辖下全资子公司。

经过多次增资扩股，截至2018年3月末，公司注册资本为人民币160,000万元，实收资本为人民币144,635.52万元，控股股东为中国心连心，实际控制人为刘兴旭。刘兴旭先生全权行使Pioneer Top Holding Limited的投票权及其日常管理权。截至2018年3月末，公司股权结构如下：

图1　截至2018年3月底公司股权结构



资料来源：公司提供，联合评级整理

跟踪期内，公司经营范围无变化，仍为：尿素、复合肥、（稳定性复肥、硝基肥的生产和销售、有机肥、水溶肥、含腐殖酸水溶肥料、滴灌肥、冲施肥料的委托加工和销售）、磷酸一铵、氯化钾、硫酸钾、氯化铵、硫酸铵的委托加工和销售以及进口肥料的代理与销售、复混肥料（包括掺混肥料、有机无机复混肥料）、磷酸二铵、缓控释肥料、液态无水氨、氨水、甲醇的生产和销售，进出口业务（不含分销），能源服务项目（仅为河南心连心化肥有限公司所属企业提供用电服务）、硫磺的生产和销售，糠醇生产及销售、2-甲基呋喃的生产和销售、车用尿素生产及销售、三聚氰胺的销售。

跟踪期内，公司组织结构无变化（附件1）；合并范围无变化，截至2018年3月底，公司纳入合并范围内有9家子公司；公司拥有在职职工6,020人。

截至2017年底，公司合并资产总额121.33亿元，负债合计79.75亿元，所有者权益（含少数股东权益）41.58亿元，其中归属于母公司的所有者权益38.74亿元。2017年，公司实现营业收入80.93亿元，净利润（含少数股东损益）4.34亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为4.13亿元；公司经营活动现金流量净额10.23亿元，现金及现金等价物净增加额-2.51亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额120.26亿元，负债合计77.09亿元，所有者权益（含少数股东权益）43.17亿元，其中归属于母公司的所有者权益40.26亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入23.16亿元，净利润（含少数股东损益）1.59亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.52亿元；公司经营活动现金流量净额2.15亿元，现金及现金等价物净增加额0.13亿元。

公司注册地址：河南新乡经济开发区（小冀镇）；法定代表人：刘兴旭。

二、本期债券概况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2016]3017 号文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过 14 亿元的公司债券（以下简称“本次债券”），本次债券采取分期发行。公司于 2017 年 9 月完成了第一期（以下简称“本期债券”）发行，债券规模为 5 亿元，债券期限 3 年，发行利率为 7%。经深交所深证上[2017]623 号文同意，本期债券于 2017 年 10 月 11 日在深交所集中竞价系统和综合协议交易平台双边挂牌交易，本期债券简称“17 心化 01”，证券代码为“112583”。“17 心化 01”于 2017 年 9 月 15 日正式起息，付息日为存续期内每年的 9 月 15 日。跟踪期内，公司尚未开始支付利息。

“17 心化 01”的募集资金净额为 4.975 亿元。截至 2017 年 12 月 31 日本公司共使用募集资金人民币 4.975 亿元，其中偿还借款 0.9 亿元，补充流动资金 4.075 亿元（其中包括专户存储募集资金取得的利息净收入 0.001 亿元），债券募集资金已按募集说明书约定用途使用完毕。

本期债券无担保。

三、行业分析

1. 甲醇行业

甲醇供给方面，据金联创数据显示，2017 年，我国甲醇新增产能 467 万吨，增长率为 4.32%，增速已连续 3 年低于 10%，主要受供给侧改革影响；2017 年国外甲醇产能基本保持稳定。整体看，2017 年甲醇产能整体增幅不大。甲醇生产工艺主要包括煤制甲醇、焦炉气制甲醇以及天然气制甲醇，其占比分别约为 58%、17%和 14%。2017 年 4 季度以来，受“2+26”城市环保政策影响，焦炉气制甲醇停车降负；同时煤改气引发的天然气供应短缺，导致西南西北底气天然气制甲醇装置停车。2017 年我国甲醇开工率为 61.62%，开工率较上年提高了 2.05 个百分点。未来，环保政策仍然将影响焦炉气制甲醇以及天然气制甲醇的开工。2017 年我国进口甲醇 813.35 万吨，增速较去年的 59%下降至 7.60%。

甲醇需求方面，目前，新兴下游甲醇/煤制烯烃（占比 45%）及甲醇燃料需求（占比 16%）已经成为下游甲醇需求的绝对主力，占比 60%以上，而传统下游的甲醛、二甲醚、醋酸以及 MTBE 需求占比进一步下降。甲醇/煤制烯烃方面，截至 2017 年底，我国甲醇/煤制烯烃装置达 27 套，产能合计 1,235 万吨，其中有配套甲醇产能的装置 15 套，涉及产能 884 万吨，占比 71%；没有配套甲醇产能的装置 12 套，涉及产能 369 万吨，占比 29%。2017 年甲醇烯烃装置开工良好，基本维持 70%以上。整体看，甲醇/煤制烯烃装置的投产使用成为甲醇需求增加的主要动力，但受下游烯烃装置装开工率影响较大。甲醇燃料方面，由于今年推广“煤改气”工程，甲醇锅炉因其环保、绿色等特点，需求量增加较为明显；甲醇汽油也逐步推广；后期甲醇燃料需求或将进一步增加。

传统需求方面，甲醛行业与房地产相关性较高，随着房地产增速的下降及环保材料的推广，甲醛需求在逐渐萎缩；二甲醚在当前由于政策因素导致使用量减少，行业状况持续恶化；醋酸得益于下游化纤等行业的良好运行，供需格局改善明显，利润较高；MTBE 在下半年受油价影响，开工提升较为明显，而且国内汽车保有量的增加，也从总体上支撑了作为汽油添加剂的 MTBE 的总体需求。

价格方面，2017 年，由于供给端甲醇产能增长幅度较小，进口数量不及去年；加之需求端新兴下游需求增加，2017 年甲醇供需整体保持紧平衡，导致甲醇价格上涨，以甲醇（纯度 99.9%）年度平均价为例，2017 年为 2,521.93 元/吨，较上年的 1,896.65 元/吨上涨了 32.97%。

未来，2018 年我国拟新增甲醇产能约 760 万吨，产能增速约为 9.38%；国外甲醇产能拟增加约 600 万吨，主要集中在中东和北美。2018 年甲醇产能有所提高，国外产能的释放或将使得甲醇进口增加，甲醇供给方面偏于宽松。但焦炉气制甲醇的产能受环保政策限制较大，同时天然气制甲醇的产能受天然气供给限制，需重点关注我国天然气扩产的进展。需求端，后期，我国拟筹建烯烃装置 13 套，涉及产能 740 万吨，其中配套甲醇产能 1,390 万吨，理论上还需要外采 780 万吨甲醇，这些装置多计划于 2019 年投产，但需求能否正常释放仍需关注装置建设进度以及烯烃装置的盈利及开工情况。

2. 化肥行业

（1）尿素

尿素供给方面，近年来，我国尿素行业产能过剩严重，价格处于底部推动行业洗牌，大量高成本企业因亏损停产，逐渐退出市场。2016 年下半年开启的以环保督查为核心的供给侧改革推动小散企业退出，过剩产能进一步出清，供需矛盾逐渐扭转。据百川资讯统计，2015~2017 年以来，我国尿素产量连续下滑。2017 年全年总产量 5,758 万吨，较 2016 年同比下滑近 20%。截至 2017 年底，全国尿素总产能约 7,489 万吨；扣除停车 9 个月以上可认为复产无望退出市场的产能，2018 年我国尿素有效产能约为 7,241 万吨，其中煤头尿素 5,446 万吨，气头尿素 1,795 万吨。

出口方面，过去两年煤价大幅上涨，气价仍然维持底部，而全球除了我国是煤头产能以外，基本都是气头产能，因此我国基本丧失了出口的成本优势，2017 年出口量仅为 450 万吨，同比下降了 49%。

需求方面，近两年我国玉米收储改直补后导致播种面积下滑、尿素表观消费量累计减少近 13.6%。而同期据 WASED 预测，美国也有 8%玉米转产为基本不需要尿素的大豆，尿素需求也减少了 7%。但现在粮价已经处于历史底部，而油价还在持续上涨，从长周期来看，海外玉米乙醇需求与油价高度相关，我国也计划 2020 年实现汽油 10%的燃料乙醇掺和比例，这将有望进一步推动库存去化，推动玉米消费量。

价格方面，2017 年尿素价格已由 2016 年的行业低谷逐渐反弹，以全国尿素(小颗料)市场价为例，整体价格基本处于 1,600 元/吨~1,900 元吨之间波动上涨，2017 年的全年均价为 1,727.75 元/吨，同比增长 24.60%。

政策方面，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》，《方案》显示，2017 年取消尿素、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，复合肥出口关税从 30%下调至 20%。上述政策有利于氮磷肥出口量的增长，改善氮磷肥国内供需格局。2017 年 4 月，财政部、国家税务总局以“财税〔2017〕37 号”印发《关于简并增值税税率有关政策的通知》，自 2017 年 7 月 1 日起，简并增值税税率结构，取消 13%的增值税税率，增值税税率由 13%降为 11%，简并方案实施后，执行 11%低税率的化肥指经化学和机械加工制成的各种化学肥料。此次化肥增值税税率下降，有利于化肥行业生产环节减少税赋。

未来，由于 2017 年冬季的煤改气引发的气荒造成西南、华北、西北气头尿素普遍停产限产，尿素社会库存较低，而春耕需求较大，可能存在阶段性供需失衡，推动价格上涨；长期来看，供给侧改革的推进使得落后产能逐渐出清，行业盈利有所好转，行业仍将处于洗牌阶段；但由于国内相对国外尿素生产成本优势不明显，出口恢复情况仍有待观察。

（2）复合肥

供给方面，目前，国内有数千万家复合肥企业，复合肥产能过剩严重，2017 年全国产能约 2.1 亿吨，产量约 5,000 万吨，行业平均产能利用率约 25%，2017 年下半年，复合肥企业受环保因素、原料因素和气荒等各种因素影响，多数大型复合肥企业的开工率在 54%左右徘徊，而小企业的开工率不足 30%。目前行业已无新增产能，装置落后、环保不达标、规模无优势的落后产能正加速退出市场。据卓创资讯显示，2017 年国内复合肥产能较上年减少 4%，2018 年 1 月 1 日，环保税的开征，将一进步加速落后产能出清。2018 年，复合肥行业进口配额为 345 万吨/年，配额内的关税为 1%，配额外的关税为 150%，进口配额限制了国外复合肥进入国内市场。

复合肥的定价模式通常为成本加成模式，一般复合肥料厂的成本=原料成本+2%的原料损耗+包装费用+每吨 300 元左右的代加工费用，其单吨利润多少取决于所加工复合肥含量高低、品质好坏。因此，复合肥的价格走势与单质肥的走势趋同，其盈利空间变动幅度有限。

总体看，我国复合肥行业产能严重过剩，小企业开工率明显不足，行业仍处于洗牌阶段。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司以化肥产品和化工产品的生产和销售为主营业务，其中化肥产品包括尿素和复合肥，为公司主导产品；化工产品主要为甲醇，为氮肥产品生产过程中的副产品；其他类中的主要产品包括三聚氰胺、二甲醚和糠醇等；2017 年，公司实现营业收入 80.93 亿元，同比增长 36.48%，主要系产品价格上涨，同时新增复合肥和二甲醚产能，其产销量均实现增长所致。公司主营业务收入 75.84 亿元，占营业收入的比重为 93.71%，公司主营业务突出。2017 年，公司营业利润为 4.79 亿元，净利润 4.34 亿元，分别同比增长 1,070.58%和 278.00%，公司盈利能力大幅提高。

从收入构成来看，2017年，尿素、复合肥和甲醇仍是公司主要收入来源，尿素收入同比下降3.70%至28.39亿元，主要由于公司依据市场需求，对产品结构进行调整，加大液态氨及溶液等尿素中间产品的供应量而减少尿素产量所致；收入占比同比减少14.13个百分点至37.43%，主要系复合肥、三聚氰胺等产品收入大幅增长所致。2017年，复合肥收入同比增长38.36%至23.01亿元，主要受复合肥产能扩大使得产销量均实现增长所致，收入占比同比增加1.26个百分点至30.34%。2017年，甲醇收入同比增长28.52%至6.85亿元，主要系产品价格上涨所致，其占比较上年变动不大。2017年9月，公司新建成的30万吨甲醇装置和20万吨二甲醚装置投产，形成煤-甲醇-二甲醚的产业链，二甲醚实现营业收入3.55亿元，占比3.55%。其他产品（三聚氰胺、糠醇和其他）作为公司高附加值产品，2017年价格同比大幅增长带动其收入提高，对公司营业收入形成有益补充。整体看，公司产品结构更加均衡。

毛利率方面，2017年，复合肥毛利率同比下降2.33个百分点至14.71%，主要受原料价格上涨所致；其他主导产品毛利率均实现不同程度增长，主要受行情影响，产品价格实现增长所致。2017年公司主营业务综合毛利率为24.24%，同比提高了3.57个百分点，公司盈利能力增强。

表 1　2016~2017 年公司主营业务收入及其构成和毛利率情况（单位：亿元、%、个百分点）

分类	2016 年			2017 年			同比变化		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
尿素	29.48	51.56	23.89	28.39	37.43	29.82	-3.70	-14.13	5.93
复合肥	16.63	29.08	17.04	23.01	30.34	14.71	38.36	1.26	-2.33
甲醇	5.33	9.32	16.06	6.85	9.03	21.84	28.52	-0.29	5.78
三聚氰胺	0.73	1.28	53.88	3.83	5.05	56.66	424.66	3.77	2.78
二甲醚	--	--	--	2.69	3.55	33.12	--	--	--
糠醇	2.60	4.55	7.56	4.63	6.10	9.71	78.08	1.55	2.15
其他	2.41	4.21	32.56	6.44	8.49	29.72	167.22	4.28	-2.84
合计	**57.18**	**100.00**	**20.67**	**75.84**	**100.00**	**24.24**	**32.63**	**--**	**3.57**

注：其他收入主要来源于液态氨及氨溶液等其他副产品的销售。
资料来源：公司提供

2018年1~3月，公司实现营业收入23.16亿元，同比增长26.32%，主要系公司及时调整产品产销量，同时加大高效肥销量以及产品价格上涨所致；实现净利润1.59亿元，同比增长52.35%。

总体看，2017 年，尿素、复合肥和甲醇仍是公司主要收入来源，其他产品（三聚氰胺、糠醇和其他）作为公司高附加值产品，其收入大幅提高，对公司营业收入形成有益补充，公司产品结构更加均衡。2017 年受行情影响，公司产品销售价格大幅增长带动公司营业收入和盈利能力均提高，公司盈利能力仍整体保持行业较高水平。

2. 原材料采购及能源使用

（1）原材料采购

公司生产所需原料主要为煤炭。公司地处河南省新乡市，毗邻山西、陕西、河南焦作市等产煤区（距山西 150 公里，距焦作 100 公里），煤炭资源丰富，公司煤炭采购半径短，成本低。公司一二三分厂生产原材料主材多从上述煤企采购，四分厂生产原材料为煤沫，均属外购。新疆公司所使用煤沫均来源外购。

2017 年，公司主要原材料主材和煤沫的采购量变动不大，采购价格受市场价格影响而大幅上涨。2017 年，由于公司复合肥产量增加，其原材料氯化钾和磷酸一铵采购量同比大幅增长，氯化钾采购均价同比变动幅度不大，磷酸一铵采购均价同比增长 16.52%至 2,150.98 元/吨，主要系受环保影响磷矿限产导致市场磷酸一铵价格上涨所致。整体看，公司原材料价格上涨，加大了公司的成本控制压力。

表 2　2016~2017 年公司尿素生产原材料采购情况（单位：万吨，元/吨）

项目		2016 年	2017 年	同比变化
主材	采购量	134.72	141.30	4.88
	采购均价	717.84	1,056.89	47.23
煤沫	采购量	86.87	83.01	-4.44
	采购均价	523.96	710.36	35.58
氯化钾	采购量	10.43	19.60	87.92
	采购均价	1,908.75	1,924.28	0.81
磷酸一铵	采购量	22.22	37.15	67.19
	采购均价	1,846.06	2,150.98	16.52

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司原材料结算方式未发生变化。在煤炭供应商集中度方面，2017 年前五大供应商采购金额占总采购金额比重为 27.18%，占比提高了 4.19 个百分点；同时公司前五大供应商的采购额占比分散，公司不存在严重依赖单一供应商的风险。

表 3　2016~2017 年公司煤炭前五大供应商情况（单位：万吨、亿元，%）

年份	供应商名称	采购量	购买金额	占总采购金额比重
2016 年	河南焦煤能源有限公司	62.61	4.67	9.70
	阳城县皇城相府（集团）实业有限公司	36.60	2.13	4.42
	山西华润大宁能源有限公司	23.77	1.60	3.33
	北京神华首路销售有限公司	30.54	1.30	2.71
	神华销售集团华北能源贸易有限公司	22.17	1.01	2.11
	合计	**175.70**	**10.72**	**22.27**
2017 年	河南焦煤能源有限公司	64.47	6.50	9.90
	阳城县皇城相府（集团）实业有限公司	30.33	5.09	7.75
	神华销售集团华北能源贸易有限公司	53.01	3.17	4.59
	山西华润大宁能源有限公司	21.22	2.02	3.08
	神华新疆能源有限责任公司	29.70	1.22	1.86
	合计	**198.73**	**17.86**	**27.18**

资料来源：公司提供

（2）电力使用情况

电力成本是公司化工和化肥生产过程中的主要成本构成之一，占公司生产成本的比重约 15%。公司的电力供应分为自备电力和外购电力，在自备电力方面，公司已建成三组发电设备，年发电能力为 10.70 亿千瓦时，一定程度上保障了公司稳定的电力供应。公司外部供电单位主要为河南省电力公司新乡供电公司。2017 年，公司外购电量 12.26 亿千瓦时，较 2016 年的 13.01 亿千瓦时下降了 5.76%，主要系设备检修所致。2017 年，公司外购电价为 0.60 元/千瓦时，较 2016 年无变化。

总体看，2017 年，受公司复合肥产能扩大影响，其原材料氯化钾和磷酸一铵的采购量大幅增长；主材和煤沫采购量基本保持稳定，但其价格受市场影响大幅增长，加大了公司的成本控制压力。

3. 生产情况

尿素业务为公司传统业务，由辖下 1~4 分厂及全资子公司新疆心连心能源化工有限公司（以下简称“新疆公司”）负责该类产品的生产，各经营实体均各拥有 1 条尿素产品生产线。公司甲醇产品，其中 40 万吨采用固定床联醇生产工艺进行生产，系采用该工艺进行尿素产品生产过程中产生的副产品。公司辖下各生产实体中，一至三分厂采用该类型尿素生产工艺，四分厂建立甲醇装置 30 万吨。公司复合肥产品，由复合肥分厂和新疆公司负责生产。

2017 年，公司尿素产能保持不变，仍为 260 万吨/年；复合肥产能由 185 万吨/年增长至 240 万吨/年，其中新增项目包括本部硫基肥 20 万吨、江西九江 10 万吨、吉林 10 万吨、新疆库车 15 万吨；2017 年 8 月，公司新建的年产 30 万吨甲醇装置和 20 万吨二甲醚装置投产，形成煤-甲醇-二甲醚的产业链，甲醇产能由 40 万吨/年增长至 70 万吨/年，新增二甲醚产能 20 万吨/年；其他产品中三聚氰胺和糖醇产能保持不变，分别为 6 万吨/年和 5 万吨/年。

2017 年，公司尿素产量同比下降 22.56%至 222.97 万吨，产能利用率同比下降 24.97 个百分点至 85.76%，主要系液氨 2017 年单价上涨幅度较大，公司根据产品行情及盈利情况调节产品结构，液氨

产量大幅增长所致。2017 年，复合肥产能同比大幅增长 29.73%至 240 万吨/年，产量增长 12.30%至 109.58 万吨，因新增产能投产均在 10 月份以后，数据显示产能利用率同比下降 7.09 个百分点至 45.66%，处于较低水平。2017 年，公司甲醇产量较上年保持稳定；公司新建的甲醇装置主要作为二甲醚的生产原料，2017 年 8 月二甲醚装置投产后保持满负荷生产状态，但未来新增的甲醇产能能否完全释放与二甲醚装置开工情况高度相关。2017 年，三聚氰胺产能完全释放，其产量同比增长 381.95%至 6.41 万吨，处于满负荷生产状态。整体看，复合肥设备利用率偏低，新增产能存在不能及时被市场消纳的风险。

表 4　2016~2017 年公司尿素生产情况（单位：万吨，%）

产品	项目	2016 年	2017 年	同比变化
尿素	设计产能	260.00	260.00	0.00
	实际产量	287.91	222.97	-22.56
	产能利用率	110.73	85.76	-24.97 个百分点
复合肥	设计产能	185.00	240.00	29.73
	实际产量	97.58	109.58	12.30
	产能利用率	52.75	45.66	-7.09 个百分点
甲醇	设计产能	40.00	70.00	133.33
	实际产量	34.17	34.08	-0.26
	产能利用率	85.43	48.69	-36.74 个百分点
二甲醚	设计产能	--	20.00	--
	实际产量	--	7.12	--
	产能利用率	--	35.60	--
三聚氰胺	设计产能	6.00	6.00	0.00
	实际产量	1.33	6.41	381.95
	产能利用率	22.17	106.83	84.66 个百分点
糖醇	设计产能	5.00	5.00	0.00
	实际产量	3.70	3.16	14.59
	产能利用率	74.00	63.20	-10.80 个百分点

资料来源：公司提供

总体看，2017 年公司生产情况较好，产品结构有所改善；但复合肥为满足旺季销售，扩大产能后，设备利用率偏低，新增产能存在不能及时被市场消纳的风险。

4. 产品销售

公司尿素产品主要在河南销售，其余销往安徽、江苏、吉林、湖北、广东等地，同时公司 10%尿素产量用于复合肥生产。公司的复合肥料主要销往河南、湖北、山东、黑龙江、安徽等省份。甲醇产品主要销往山东，占比 50.00%左右，其余销往河南、湖北、江苏等地。

在销售渠道方面，公司主要依靠经销商负责相关产品的具体销售工作，截至 2017 年底，公司已与 300 余家一级经销商建立了业务合作关系，公司通过该类销售渠道所销产品收入约占公司总销售收入的 85%。此外，截至 2017 年底，公司已在全国范围内设立分销网点 5,000 余个，销售网络覆盖河南、安徽、湖北、江苏、山东、山西、河北、浙江、江西、福建、湖南、广东、广西、四川、辽宁、内蒙古、吉林及黑龙江等多个省市。

公司实行以销定产的生产模式，由于化肥行业仍处于产能过剩阶段，2017 年公司尿素销量同比

下降 29.35%至 201.89 万吨，产销率下降 8.71 个百分点至 90.55%；公司复合肥销量同比增长 31.31%至 124.09 万吨，产销率同比提高 16.40 个百分点至 113.24%，主要系公司不断提升产品质量并加大营销力度，提升市场占有率所致。甲醇销量及产销率同比略微减少。三聚氰胺的产品销量及产销率均大幅上涨，主要系三聚氰胺于 2016 年 8 月底投产，2016 年产能未完全释放所致；糠醇产销量均同比大幅下降，主要系由于产品价格上涨，部分客户采取低库存策略所致。

公司产品价格较为透明，受市场因素影响，2017 年公司尿素销售均价同比提高 24.05%至 1,514.23 元/吨，甲醇销售均价同比增长 32.74%至 2,453.84 元/吨。2017 年公司复合肥销售价格同比下降 6.31%至 2,692.07 元/吨，为促进复合肥销售，公司采取让利的措施。公司附加值较高的糠醇产品价大幅上涨，对公司营业利润形成有利补充。

表 5　2016~2017 年公司主要产品销售情况（单位：万吨，元/吨、%、个百分点）

产品	2016 年				2017 年				同比变化			
	产量	销量	产销率	销售均价	产量	销量	产销率	销售均价	产量	销量	产销率	销售均价
尿素	287.90	285.77	99.26	1,220.66	222.97	201.89	90.55	1,514.23	-22.55	-29.35	-8.71	24.05
复合肥	97.58	94.50	96.84	2,873.38	109.58	124.09	113.24	2,692.07	12.30	31.31	16.4	-6.31
甲醇	34.17	33.75	98.77	1,848.67	34.08	32.69	95.92	2,453.84	-0.26	-3.14	-2.85	32.74
二甲醚	--	--	--	--	7.12	7.04	98.88	4,467.00	--	--	--	--
三聚氰胺	1.33	1.24	93.23	6,924.00	6.41	6.32	98.60	6,727.00	381.95	409.68	5.37	-2.85
糠醇	3.70	3.77	101.89	8,073.00	3.16	3.20	101.27	16,902.00	-14.59	-15.12	-0.62	109.36

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司销售结算方式未发生变化。在客户集中度方面，2016~2017 年，公司前五大客户集中度分别为 6.65%和 6.04%，所占比重较低；同时公司前五大客户的销售额占比分散，公司整体客户集中风险低。

表 6　2016~2017 年前五大客户情况（单位：万元，%）

年份	销售客户	产品	销售金额	销售额占比
2016 年	中化化肥有限公司	尿素	10,602.49	1.85
	安徽辉隆集团农资连锁有限责任公司	尿素	10,183.54	1.78
	山东玉皇化工有限公司	甲醇	6,379.25	1.11
	苏州兴业材料科技股份有限公司	糠醇	5,553.07	0.97
	菏泽润泉化工有限公司	糠醇	5,305.67	0.93
	合计	--	**38,024.02**	**6.65**
2017 年	苏州兴业材料科技股份有限公司	糠醇	12,448.82	1.54
	山东玉皇贸易有限公司	甲醇	9,771.26	1.43
	安徽辉隆集团农资连锁有限责任公司	尿素	9,225.21	1.35
	徐州盛安化工科技有限公司	糠醇	6,441.96	0.80
	河南金山化工有限责任公司	尿素	6,247.18	0.92
	合计	--	**44,134.43**	**6.04**

资料来源：公司提供

总体看，2017 年受市场竞争激烈影响，公司尿素销量及产销率均同比下降；复合肥采取薄利多销策略，销量及产销率同比增幅较大；三聚氰胺销量及产销率均大幅上涨；公司整体销售情况良好。

5. 经营效率

截至 2017 年底，公司应收账款周转次数较年初的 84.00 次下降为 38.53 次，主要系糠醇业务规模扩大而其采用赊销的结算方式，同时复合肥采取“薄利多销”与“延长账期”的销售策略导致应收账款大幅增加所致；存货周转次数较年初的 10.44 次下降为 10.39 次；总资产周转率较年初的 0.53 次提高为 0.69 次，主要系营业收入大幅增长所致。公司整体经营效率仍保持良好。

总体看，由于糠醇业务规模扩大而其采用赊销的结算方式导致应收账款大幅增加，公司应收账款周转率较年初降幅较大。公司整体经营效率仍保持良好。

6. 重要投资

截至 2018 年 3 月底，公司投资项目包括新疆二期三胺项目、江西生产基地尿素、复合肥项目，计划投资规模为 49.24 亿元，已完成投资 4.01 亿元，待投资规模 45.23 亿元；其中，江西生产基地项目为公司未来投资的重点项目，该项目坐落于江西省九江市彭泽县矶山工业园区内，基地整体投资规模合计 43.34 亿元，尿素产品设计产能为 50 万吨，复合肥产能 30 万吨，相关投资规模大，未来公司计划采取分阶段投资方式，一定程度减轻了公司资本支出压力。

表 7　截至 2018 年 3 月底公司主要在建和拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目概况	总投资金额	资金筹措方案		已投资金额	计划投资金额		
			贷款	自筹		2018 年	2019 年	2020 年
新疆二期三胺项目	新疆二期年产 6 万吨三聚氰胺项目	5.90	0.00	5.90	3.06	1.90	0.54	0.40
江西复合肥项目	江西九江年产 30 万吨复合肥项目	1.34	0.00	1.34	0.60	0.74	0.00	0.00
江西尿素	年产 50 万吨尿素、40 万二甲醚	42.00	21.00	21.00	0.35	5.84	9.90	6.10
合计	**--**	**49.24**	**21.00**	**28.24**	**4.01**	**8.48**	**10.44**	**6.50**

资料来源：公司提供

总体看，随着在建项目的投产使用，将进一步增加公司的规模和资源优势；根据公司在建项目的建设情况，公司面临较大规模的外部融资压力；同时在行业处于产能过剩的阶段，未来新建产能能否及时消纳仍存较大不确定性。

7. 经营关注

（1）产能过剩风险

公司主要产品为尿素、复合化肥和甲醇，跟踪期内，我国尿素、复合化肥行业产能过剩局面仍未能改变，虽然现阶段尿素价格有所回升，产品盈利能力增强，但未来竞争压力仍然较大。

（2）新增产能无法消纳的风险

2017 年，公司复合肥产能利用率为 45.66%，公司尿素产能利用率 85.76%，产销率为 90.55%。公司在建项目中仍有较大规模尿素和复合肥生产装置，在行业处于产能过剩的阶段，未来新建产能能否及时消纳仍存较大不确定性。

（3）安全生产和环保风险

公司属于化肥行业，产品生产具有工艺过程复杂、连续性强、操作要求高等特点，其中间产品和产成品涉及一氧化碳、氨、氢、甲醇等有毒有害或易燃易爆物质，在生产过程中存在着高温、高压、易燃、易爆等危险，一旦发生事故，将会对人员和环境造成危害。尽管公司制定了严格的规章

制度和安全操作规程，但是由于近年来公司生产能力不断加大，公司的生产经营存在一定的安全风险。

（4）原材料价格波动风险

煤炭是公司最主要的生产原材料，因受政策性减产、控产及安全减产、停产等因素影响，原煤生产结构性供需矛盾突显，跟踪期内，煤炭整体供应价格保持在相对高位，若未来煤炭采购价格持续上升，原材料价格上涨不能顺利传导到终端产品，则将对公司整体的盈利能力产生不利影响。

8. 未来发展

公司坚持走低成本、低排放、高效率的新型煤化工发展道路。

公司新乡基地以实施技术升级为主，不断提升园区和相关多元化发展水平；发展 1~2 个与化肥有协同互补作用的化工产品，向新能源、新材料方向延伸发展。同时，充分利用当地资源优势，以资源高转化为导向发展煤化工，2~3 年，迅速形成基地较强的盈利能力。

未来三年，公司拟将新疆煤矿建成投运。在一期尿素、三聚氰胺基础上，再扩大三聚氰胺能力，形成煤矿、高效尿素、三聚氰胺、滴灌肥、高效肥复合肥的产品组合。

大型项目建设方面，以市场为导向，充分利用水运优势，打造“以肥为基、肥化并举”的江西现代化化工园区基地，先建设复合肥生产装置，再建设尿素等装置。

总体看，跟踪期内公司发展战略未发生重大调整，未来将重视高附加值产品的产业链延伸，同时，拟在江西布局南方战略基地，整体发展战略清晰，但需关注新建产能无法消纳的风险。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 年度合并财务报表已经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，2018 年一季度财务报表未经审计。公司财务报表编制遵循财政部颁布的最新企业会计准则。2017 年及 2018 年一季度，公司合并范围未发生变化，会计政策连续，数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总计 121.33 亿元，负债合计 79.75 亿元，所有者权益（含少数股东权益）41.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 38.74 亿元。2017 年，公司实现营业收入 80.93 亿元，净利润（含少数股东损益）4.34 亿元，归属于母公司净利润 4.13 亿元；经营活动现金流量净额为 10.23 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.51 亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总计120.26亿元，负债合计77.09亿元，所有者权益（含少数股东权益）43.17亿元，其中归属于母公司所有者权益合计40.26亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入23.16亿元，净利润（含少数股东损益）1.59亿元；经营活动现金流量净额为2.15亿元，现金及现金等价物净增加额0.13亿元。

2．资产质量

（1）流动资产

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 121.33 亿元，较年初增长 8.52%；其中流动资产占 22.27%，非流动资产占 77.73%，流动资产占比较年初提高了 2.55 个百分点，资产构成仍以非流动资产为主。

截至 2017 年底，公司流动资产为 29.10 亿元，较年初增长 21.44%，主要系应收账款和存货增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占 16.34%）、应收账款（占 11.83%）、预付款项（占 14.44%）、

其他应收款（占 19.42%）、存货（占 25.63%）和其他流动资产（占 11.21%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金为 4.75 亿元，较年初下降 24.09%，主要系投资项目持续推进所致，公司货币资金主要由银行存款 2.60 亿元和其他货币资金 2.15 亿元构成，其他货币资金均为受限资金，占货币资金余额的 45.24%，占比较大。公司应收账款为 3.44 亿元，较年初增长 362.11%，主要由于 2017 年糠醇业务规模扩大，而糠醇销售结算方式多为赊销，账期一般 3 个月；同时复合肥采取“薄利多销”与“延长账期”的销售策略所致；共计提坏账准备 131.26 万元，计提比例为 0.38%，应收账款前五名合计欠款余额为 2.94 亿元，占比为 85.50%，欠款时间均在 1 年以内，集中度高。公司预付款项为 4.20 亿元，较年初增长 29.29%，主要系经营规模扩大，为保证生产需要，需维持相应规模的原材料、燃料库存，预付的采购款相应增加所致。公司其他应收款为 5.65 亿元，较年初增长 25.53%，主要系预付土地款增加所致；其他应收款中一年以内的账面余额占比 98.35%；其他应收款前五名合计占比 85.49%，其中母公司中国心连心化肥有限公司（CHINA XLX）借款 2.94 亿元，新乡县财政局欠公司土地款 1.24 亿元。公司存货为 7.46 亿元，较年初增长 65.58%，主要系生产规模扩大后原材料和库存商品均增加所致，公司存货由原材料（占 56.18%）和库存商品（占 43.82%）构成，公司未对存货计提减值准备。公司其他流动资产为 3.26 亿元，较年初下降 11.47%，全部由未认证的进项税构成。

（2）非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产为 92.23 亿元，较年初增长 4.99%，主要系在建工程增加所致；公司非流动资产主要由固定资产 73.21 亿元（占 79.38%）、在建工程 13.80 亿元（占 14.96%）和无形资产 4.84 亿元（占 5.24%）构成。

截至 2017 年底，公司固定资产较年初下降 2.95%至 73.21 亿元，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 30.38%）和机器设备（占比 66.71%）；固定资产累计计提折旧 27.85 亿元，整体成新率为 72.44%，成新率较高，公司未对固定资产计提减值准备，受限的固定资产为 1.90 亿元，主要为抵押的机器设备，合计金额为 1.90 亿元；在建工程较年初增长 96.32%至 13.80 亿元，主要系技改项目增加以及建设新疆项目和江西项目持续投资所致；无形资产较年初微降 1.70%至 4.84 亿元，无形资产主要由土地使用权（占 79.07%）及采矿权（占 19.20%）构成，无形资产共计提摊销 0.35 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 120.26 亿元，较年初下降 0.88%，其中流动资产 26.79 亿元，较年初下降 7.94%；非流动资产 93.47 亿元，较年初增长 1.35%。从资产构成来看，较年初变化不大，仍以非流动资产为主。

总体看，受益于公司业务规模增长，公司流动资产实现增长，但整体仍以非流动资产为主。公司货币资金受限金额较大，其他应收款和存货占比较大，对资金形成一定程度占用；由于公司扩产及技改导致在建工程大幅增长，非流动资产实现增长。公司资产流动性有待提高，整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至 2017 年底，公司负债合计 79.75 亿元，较年初增长 12.25%，主要系流动负债增加所致。其中流动负债占比 55.08%，非流动负债占比 44.92%，流动负债占比较年初提高 17.33 个百分点。

截至 2017 年底，公司流动负债规模为 43.93 亿元，较年初增长 63.77%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债以短期借款（占 8.40%）、应付票据（占 9.65%）、应付账款（占 18.76%）、预收款项（占 18.11%）和一年内到期的非流动负债（占 37.84%）为主。其

中，短期借款 3.69 亿元，全部为 2017 年新增，全部由信用借款构成。应付票据较年初下降 34.08%至 4.24 亿元，主要系票据到期所致。应付账款较年初略微下降 1.07%至 8.24 亿元。预收款项较年初增长 46.51%至 7.95 亿元，主要系因经销商对化肥价格看涨，提前备货所致。公司其他应付款较年初下降 9.43%至 1.10 亿元，主要系往来款减少所致。公司一年内到期的非流动负债为 16.62 亿元，较年初增长 298.08%，其中余额为 3.00 亿元的一笔私募债将于 2018 年 3 月 31 日到期，余额为 3.00 亿元的 15 心连心 MTN001 将于 2018 年 8 月 5 日到期；余额为 1.76 亿元的融资租赁款将于 2018 年 11 月 26 日到期。

截至 2017 年底，公司非流动负债 35.82 亿元，较年初下降 19.00%，主要由长期借款（占 84.38%）和应付债券（占 13.95%）组成。其中，长期借款 30.23 亿元，较年初下降 20.86%，由担保借款（占 49.62%）和信用借款（占 50.38%）构成，期限分布情况如下表所示，结合公司 1 年内到期的非流动负债情况，未来 3 年公司或面临一定的集中偿债压力。公司应付债券 5.00 亿元，较年初下降 16.67%，全部由“17 心化 01”构成，到期日为 2020 年 9 月 15 日。

表 8　截至 2017 年底公司主要长期借款期限分布情况（单位：万元，%）

年限	金额	占比
1~2 年（含 2 年）	134,010.00	44.33
2~3 年（含 3 年）	102,772.73	34.00
3~4 年（含 4 年）	62,495.00	20.67
4~5 年（含 5 年）	3,000.00	0.99
合计	**302,277.73**	**100.00**

资料来源：公司提供

债务方面，截至 2017 年底，公司短期债务为 24.55 亿元，较年初增长 129.77%；长期债务为 35.23 亿元，较年初下降 20.29%；公司全部债务为 59.78 亿元，较年初增长 8.92%，其中短期债务占比 41.07%，长期债务占比 58.93%，短期债务占比较年初提高了 21.60 个百分点。2017 年，公司的资产负债率由年初的 63.54%提高至年底的 65.73%；全部债务资本化比率由年初的 57.38%提高至年底的 58.98%；长期债务资本化比率由年初的 52.02%降至年底的 45.86%。公司负债中有息债务占比高，整体债务水平较年初有所增长。截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 77.09 亿元，较年初下降 3.33%，负债结构仍以流动负债为主，其中流动负债为 40.35 亿元，较年初减少 8.14%；非流动负债为 36.74 亿元，较年初增长 2.56%，变动幅度均不大。

（2）所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 41.58 亿元，较年初增长 2.00%，主要系公司经营利润留存所致；其中股本较年初无变化，仍为 14.46 亿元；资本公积较年初下降 11.90%至 0.88 亿元，主要系对子公司新疆心连心能源化工有限公司增资导致资本公积被摊薄所致；2017 年公司净利润 4.34 亿元，提取盈余公积 0.40 亿元，分配红利 3.53 亿元，期末未分配利润较年初增加 0.20 亿元至 20.10 亿元。公司归属于母公司所有者权益合计 38.74 亿元，其中股本、资本公积、盈余公积和未分配利润占比分别为 37.33%、2.27%、8.51%和 51.88%，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益为 43.17 亿元，较年初增长 3.83%，主要系未分配利润增加所致，其中归属于母公司所有者权益 40.26 亿元，公司权益结构较年初变化不大。

总体看，2017 年，公司负债规模和债务规模都有所增长，短期债务压力较大，负债结构调整为以流动负债为主；2017 年公司经营情况良好，由于净利润分配红利后，未分配利润增幅较小导致所

有者权益较年初略微增长，所有者权益中未分配利润占比较大，公司所有者权益稳定性一般。

4．盈利能力

2017年，公司主导产品价格得以提升，同时，复合肥、二甲醚和三聚氰胺产销量提高，带动公司营业收入同比增长36.48%至80.93亿元，营业成本同比增长31.30%至62.13亿元，营业收入增幅大于营业成本增幅，公司利润空间有所扩大；同期公司营业利润、利润总额和净利润分别为4.79亿元、5.05亿元和4.34亿元，同比分别增长1,070.58%、265.23%和278.00%，盈利情况较好。

从期间费用来看，随着公司营业收入的增长，期间费用总额同比增长18.71%，其中，销售费用同比增长9.79%至4.83亿元，主要系职工薪酬、运输费用等同比增加所致；管理费用同比增长31.77%至5.98亿元，主要系研究与开发费用同比增加所致；财务费用同比增长10.87%至2.83亿元，主要系融资规模扩大，利息支出增加所致。2017年费用收入比同比下降2.52个百分点至16.82%，相对于公司2017年22.81%的营业利润率，公司费用控制能力有待提高。

从盈利指标来看，2017年公司营业利润率同比提高2.74个百分点至22.81%，总资本收益率同比提高0.49个百分点至4.41%，总资产报酬率同比提高0.74个百分点至4.33%，净资产收益率同比提高7.56个百分点至10.55%，公司盈利能力略有增强。与Wind提取的国内同行业上市公司2017年相关盈利指标比较来看（见下表），公司主要盈利指标均处于行业较好水平。

表 9　截至 2017 年末公司与同行业盈利指标对比（单位：%）

指标名称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
泸天化	11.54	--	-16.68
赤天化	28.39	0.82	1.81
鲁西化工	26.06	20.86	10.75
湖北宜化	2.51	-158.01	-11.41
心连心化肥	**23.23**	**10.71**	**6.58**

资料来源：Wind；联合评级整理。
注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，与本报告附表口径有一定差异。

2018年1~3月，公司实现营业收入23.16亿元，同比增长26.32%，主要系产品价格上涨所致；实现净利润1.59亿元，同比增长52.35%。

总体看，受主要产品价格提升、部分产品销量增长影响，公司收入和利润规模大幅增长，盈利能力提升。

5．现金流

2017年，公司经营活动现金流入93.83亿元，同比增长34.33%；经营活动现金流出83.60亿元，同比增长32.31%；经营活动现金流量净额为10.23亿元，同比增长50.39%，主要系销售收入增加所致；2017年公司现金收入比为115.55%，同比下降了1.85个百分点，公司现金收入质量仍属较高水平。

2017年，公司投资活动现金流入0.08亿元，金额较小；投资活动现金流出13.63亿元，同比增长58.57%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加；投资活动产生的现金流量净额为-13.55亿元，净流出规模较上年增加58.13%。

2017年，公司筹资活动现金流入27.24亿元，同比增长12.67%；筹资活动现金流出26.40亿元，同比增长6.68%；筹资活动产生的现金流量净额由上年的净流出0.52亿元转为净流入0.85亿元，现金及

现金等价物净增加额为-2.51亿元。

2018年一季度，经营活动产生的现金流量净额为2.15亿元，投资活动产生的现金流量净额为-3.18亿元，筹资活动产生的现金流量净额为1.17亿元，现金及现金等价物净增加额为0.13亿元。

总体看，2017年公司经营活动现金流保持良好；但经营活动现金流量净额仍无法满足公司在建项目和偿还债务的资金需求，公司仍有外部融资的需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2017年底，公司流动比率由年初的0.89倍下降至0.66倍，速动比率由年初的0.73倍下降至0.49倍；公司现金类短期债务比由年初的0.68倍下降至0.21倍，主要由于公司短期债务大幅增加所致。总体看，公司短期偿债能力减弱。

从长期偿债能力指标来看，2017年，公司EBITDA由上年的9.30亿元增至13.54亿元，主要系利润总额增加所致，公司EBITDA主要由折旧（占41.91%）、计入财务费用的利息支出（占20.12%）和利润总额（占37.26%）构成。同期，公司EBITDA全部债务比由上年的0.17倍升至0.23倍，EBITDA利息倍数由上年3.42倍升至4.97倍，EBITDA对全部债务的保障程度和对利息的保障程度较强，公司长期偿债能力增强。

截至2018年3月末，公司共获得各银行授信额度共计人民币83.23亿元，其中已使用62.39亿元，剩余20.84亿元，公司间接融资渠道有待拓展。

截至 2017 年底，公司不存在对公司经营活动产生实质影响的重大未决诉讼或仲裁事项。

截至 2017 年底，公司无对外担保情况。

根据代码为 G10410721001074l0Z 的人民银行征信报告，截至 2018 年 4 月 23 日，公司无未结清不良信贷信息，已结清的信贷有一笔欠息，系银行出纳操作原因，未足额将利息划至银行开立的一般户导致余额不足、造成欠息所致，公司已于付息日的次日将利息补存结清。

总体看，由于公司短期债务增长较快，公司短期偿债指标弱化；但受盈利能力提高影响，长期偿债能力较强；公司无对外担保、未决诉讼等或有负债风险。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年底，公司现金类资产达5.08亿元，约为“17心化01”本金（5亿元）的1.02倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达41.58亿元，约为“17心化01”本金的8.32倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“17心化01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司EBITDA为13.54亿元，约为“17心化01”本金的2.71倍，公司EBITDA对“17心化01”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入93.83亿元，约为“17心化01”本金的18.78倍，公司经营活动现金流入量对“17心化01”的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为知名的煤基尿素生产企业，经营规模逐年扩大，保持了较好的收入实现质量，联合评级认为，公司对“17 心化 01”的偿还能力很强。

八、综合评价

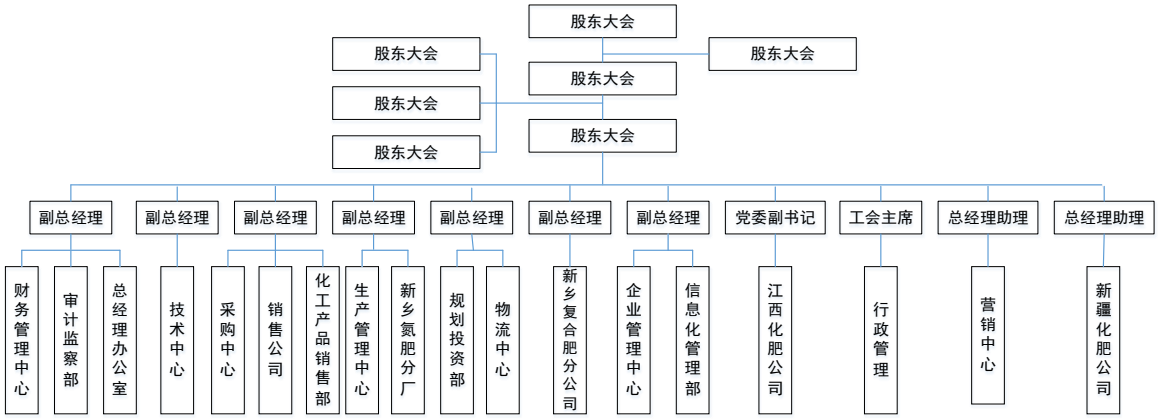
联合评级对公司的跟踪评级，反映了跟踪期内，公司作为国内单体规模最大的煤基尿素生产企业，在行业地位、市场认可程度、产能、技术水平及经营稳定性等方面继续保持优势；2017 年，化

肥行业呈底部回升态势，公司产品价格上涨带动收入和利润规模明显增长，经营活动现金流保持良好。同时，联合评级关注到跟踪期内尿素、复合肥行业仍处于产能严重过剩状态，在建工程投资压力较大等因素对其信用水平产生的不利影响。

随着目前我国化肥行业落后产能的逐渐淘汰，公司综合竞争力将得以进一步体现。公司经营状况有望保持良好。

综上，联合信用评级有限公司维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“17 心化 01”债项信用等级为“AA”。

附件 1　河南心连心化肥有限公司组织机构图



附件 2　河南心连心化肥有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
资产总额（亿元）	111.81	121.33	120.26
所有者权益（亿元）	40.76	41.58	43.17
短期债务（亿元）	10.68	24.55	24.22
长期债务（亿元）	44.20	35.23	36.16
全部债务（亿元）	54.88	59.78	60.38
营业收入（亿元）	59.30	80.93	23.16
净利润（亿元）	1.15	4.34	1.59
EBITDA（亿元）	9.30	13.54	--
经营性净现金流（亿元）	6.80	10.23	2.15
应收账款周转次数（次）	84.00	38.53	--
存货周转次数（次）	10.44	10.39	--
总资产周转次数（次）	0.53	0.69	0.19
现金收入比率（%）	117.40	115.55	104.76
总资本收益率（%）	3.92	7.17	1.55
总资产报酬率（%）	3.59	6.67	1.57
净资产收益率（%）	2.99	10.55	3.75
营业利润率（%）	20.06	22.81	8.58
费用收入比（%）	19.37	16.85	--
资产负债率（%）	63.54	65.73	64.10
全部债务资本化比率（%）	57.38	58.98	58.31
长期债务资本化比率（%）	52.02	45.86	45.58
EBITDA 利息倍数（倍）	3.42	4.97	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.23	--
流动比率（倍）	0.89	0.66	0.66
速动比率（倍）	0.73	0.49	0.48
现金短期债务比（倍）	0.68	0.21	0.25
经营现金流动负债比率（%）	25.36	23.29	5.32
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.86	2.71	--

注：2018 年 1 季度报财务数据未经审计、相关指标未年化。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
存货周转次数	营业成本/[（期初存货余额+期末存货余额）/2]
总资产周转次数	营业收入/[（期初总资产+期末总资产）/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等