跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1616 号

河南心连心化学工业集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

河南心连心化学工业集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

河南心连心化学工业集团股份有限公司公开发行的“17 心化 01”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年 六月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

河南心连心化学工业集团股份有限公司
公司债券 2020 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	2019/6/21

跟踪评级时间：2020 年 6 月 18 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	121.10	133.63	160.62	176.74
所有者权益（亿元）	40.85	47.69	56.20	54.26
长期债务（亿元）	35.23	30.83	42.51	49.57
全部债务（亿元）	59.78	61.80	82.05	98.08
营业收入（亿元）	80.79	97.17	94.22	24.29
净利润（亿元）	4.10	7.12	4.56	0.85
EBITDA（亿元）	13.33	17.79	15.94	--
经营性净现金流（亿元）	10.23	17.16	25.04	4.95
营业利润率（%）	22.67	25.78	22.88	21.83
净资产收益率（%）	10.04	16.09	8.78	--
资产负债率（%）	66.27	64.31	65.01	69.30
全部债务资本化比率（%）	59.40	56.44	59.35	64.38
流动比率（倍）	0.66	0.54	0.56	0.60
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.29	0.19	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.89	5.58	4.14	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.67	3.56	3.19	--

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. 2020 年 1 季度财务报表数据未经审计，相关指标未年化。4. 长期应付款和租赁负债中有息债务已调整至长期债务。5. 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

跟踪期内，河南心连心化学工业集团股份有限公司（以下简称“公司”或“心连心化工”）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；2019 年，公司获得战略投资者投资，资本实力进一步提升；经营规模扩大，经营活动现金流继续保持大幅净流入态势。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）关注到跟踪期内，尿素、复合肥以及公司化工产品行业仍处于产能过剩状态，且原材料及产品价格波动性很大；公司债务规模扩张较快，随着在建项目的持续投入，公司债务负担将进一步加重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，产能的释放将提升公司的竞争力；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，评级展望为“稳定”；同时维持“17 心化 01”债项信用等级为“AA”。

优势

1．竞争力仍很强。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很强的竞争力，行业地位高。

2．资本实力增强。随着公司引进多家战略投资者，公司资本实力进一步增强。

3．经营活动现金持续大额净流入。2019 年，公司经营活动现金流净额为 25.04 亿元，持续大规模净流入，为投资和偿债提供支撑。

关注

1．行业产能过剩。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．原材料及产品价格波动风险。公司化工产品及上游原材料价格受行业供需周期性影响波动很大；2019 年，甲醇和二甲醚毛利率均出现大幅下滑。

3．债务规模增长快。进入 2019 年后，公司债务规模明显增长，公司债务负担重。同时公司在建项目未来投资额仍较大，仍有一定的融资需求，公司债务负担将持续加重。

4．安全环保风险。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。

分析师

樊　思　　登记编号（R0040218010005）
卢　瑞　　登记编号（R0040219010003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.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他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：

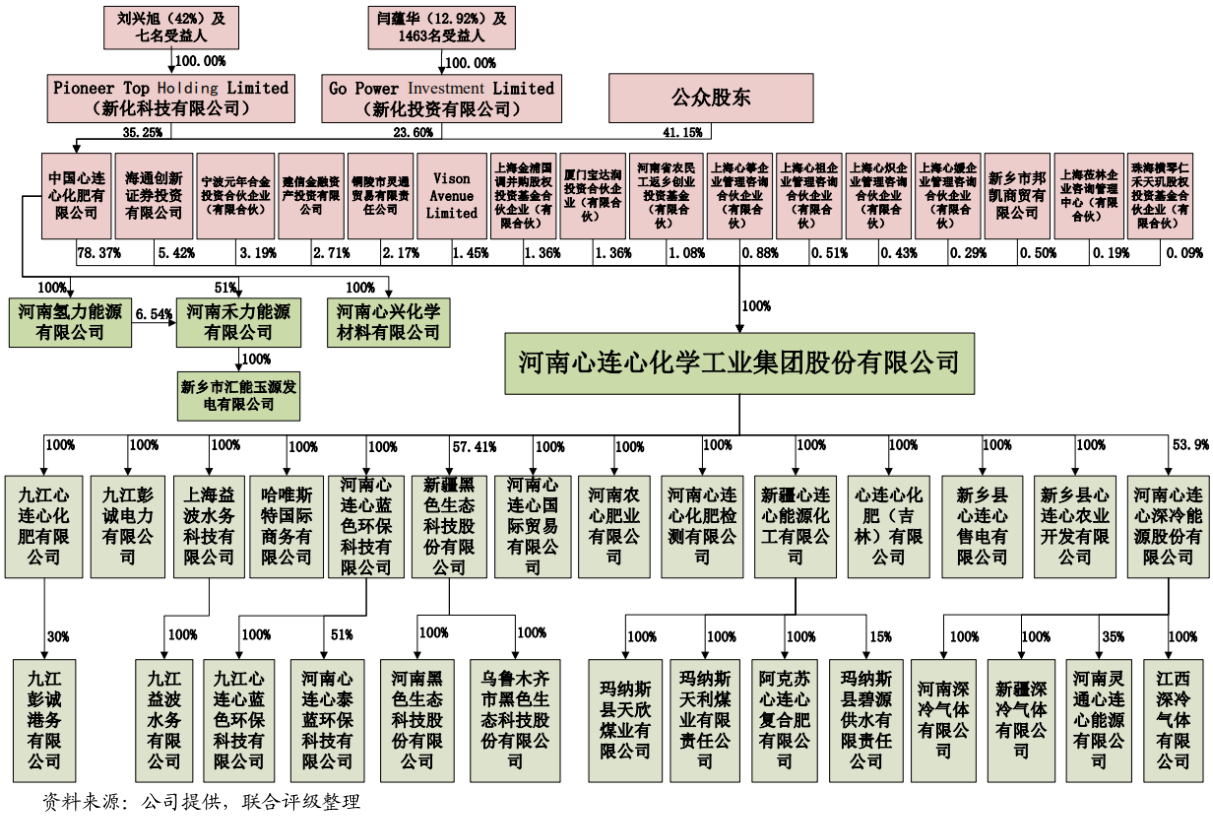
联合信用评级有限公司

一、主体概况

河南心连心化学工业集团股份有限公司（以下简称“公司”或“心连心化工”）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工 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。2018 年 8 月，公司引入战略投资者海通创新证券投资有限公司，2018 年 11 月，公司引入包括宁波元年合金投资合伙企业（有限合伙）等多家战略投资者。公司性质由外商独资企业变为中外合资企业。公司实收资本增至 164,635.50 万元。同时，公司进行股权改制，以 2018 年 11 月 30 日作为股改基准日，将整体股改基准日权益数据转入资本公积，2019 年 4 月，公司已经新乡市市场监督管理局“（新市市监）登记企备字〔2019〕第 2 号”外商投资企业备案通知书备案，并更名为现用名。2019 年 9 月 27 日，公司注册资本和实收资本均变更为 184,548.00 万元。

截至 2020 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为人民币 184,548.00 万元，控股股东为中国心连心，实际控制人为刘兴旭。截至 2020 年 3 月末，公司股权结构如下：

图 1　截至 2020 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，公司经营范围变更为：尿素、复混（合）肥料、有机肥料（包含有机-无机复混肥料、生物有机肥）、微生物肥料（包含农用微生物菌剂、复合微生物肥）、掺混肥料、缓释肥料、控释肥料、稳定性肥料、脲铵氮肥、水溶肥料、海藻类肥料、滴灌肥、冲施肥、液体肥、叶面肥、肥料助剂、农林保水剂、土壤调理剂、生物刺激素的生产和销售（以上产品均不含危险化学品）；磷酸

一铵、磷酸二铵、磷酸二氢钾、氯化钾、硫酸钾、氯化铵、硫酸铵、硝酸铵钙、过磷酸钙、钙镁磷肥（以上产品均不含危险化学品）的二次加工、委托加工、贸易和销售；车用尿素及腐植酸系列产品的研发、生产、销售、贸易；能源服务项目（仅为河南心连心化学工业集团股份有限公司所属企业提供用电服务）、三聚氰胺（以上产品均不含危险化学品）的销售；进口肥料的代理与销售、进出口业务（不含分销）（以上产品均不含危险化学品）；装卸搬运服务、普通货物仓储服务、普通货物包装服务（不含危险化学品）。以下仅限分支机构经营：液态无水氨、氨水、甲醇、硫磺的生产和销售（依法经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

跟踪期内，公司组织结构有所变更（附件 1），设立了战略管理委员会、薪酬提名委员会、审计委员会以及财务管理中心、审计监察部、技术中心等部门。截至 2020 年 3 月底，纳入合并范围内有 25 家子公司；公司拥有在职职工 7,058 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 160.62 亿元，负债合计 104.42 亿元，所有者权益 56.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益 53.82 亿元。2019 年，公司实现营业收入 94.22 亿元，净利润 4.56 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 4.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额 25.04 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.01 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 176.74 亿元，负债合计 122.48 亿元，所有者权益 54.26 亿元，其中归属于母公司所有者权益 51.87 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 24.29 亿元，净利润 0.85 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.95 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.30 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、债券发行及募集资金使用

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，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%。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.SZ”。“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。

2019 年，公司按期支付了 2018 年 9 月 15 日至 2019 年 9 月 14 日期间的利息。

“17 心化 01”的募集资金净额为 4.975 亿元，公司共使用募集资金 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。

“17 心化 01”无担保。

三、行业分析

受供给侧改革及环保趋严管理影响，2019 年我国尿素继续淘汰落后产能，产能利用率同比提高。但下游主要农作物种植量下降，国内化肥施用量减少，全年化肥价格总体呈下滑态势。未来，国内化肥供给将有所增加，但在需求疲软的大环境下，企业经营形势依然严峻。

由于中国化肥行业总产能快速扩张，导致氮肥、磷肥产能过剩问题突出，行业整体景气度低迷。

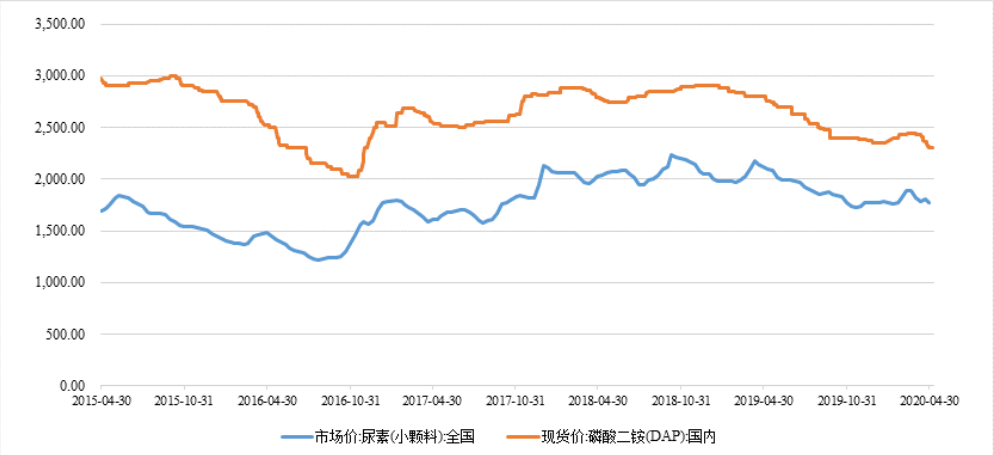
随着行业利润率的下降以及国家对环保严管的规范，行业落后产能加快淘汰，产品结构调整，行业发展质量将有所改善。近两年，化肥行业产能过剩情况得到改善，行业利润有所好转，产能利用率回升。

需求方面，尽管农业需求占比较大，但是由于近几年国家对于化肥施用量的限制，根据农业部制定的《2020化肥施用零增长方案》，国内化肥施用量逐年下降。从终端农作物种植情况看，据国家统计局数据显示，2019年国内小麦播种面积约22,984千公顷，较2018年减少419千公顷，下降约1.8%。玉米种植面积约6.19亿亩，较2018年减少1,269万亩，下降约2%。近年来，尿素在工业领域的需求占比逐步提升，但2019年尿素在工业领域的消耗表现较为分化。目前尿素工业需求主要涉及复合肥、三聚氰胺、人造板以及车用尿素等领域。2019年复合肥行业加速整合，实际新增产能仅185万吨，2019年1－11月份国内复合肥产量约3,834万吨，较去年同期下降307万吨，降幅7.4%，对尿素消耗量减弱。2019年1－11月份国内三聚氰胺产量约123万吨，较去年同期增长7万吨，年均增长率6%，尿素消耗量约370万吨，对尿素消耗量持稳。2019年因环保监管从严、大气污染防治等因素制约，人造板开工负荷一直受到压制。

自 2016 年至今，尿素产业不断进行结构调整，大量落后产能陆续被市场淘汰，尿素年度产能逐渐下降。据卓创数据显示，2019 年国内尿素产能预估约 7,400 万吨，较 2018 年产能（7,600 万吨）下降 200 万吨，降幅约 3%。经过近 3 年的供给侧改革，尿素产能利用率有所改善，2019 年尿素年平均开工负荷约 64%，较 2018 年提高 11 个百分点。行业整合优化后也提高了企业的市场竞争力。根据国家政策指引，尿素行业传统的固定床工艺产能还将陆续退出市场，产业结构有望继续优化。2020 年尿素计划新增产能约 992 万吨，且新增产能全部为煤头装置，尿素供给端有望趋于宽松。

2019 年，尿素市场全年价格呈现前高后低的走势，季节性表现明显；进入 4 月份后，随着尿素供给的持续回升以及需求的走弱，尿素价格呈下滑态势；尿素价格由 4 月份 2,175 元/吨下降至年底的 1,768 元/吨。2019 年，磷酸二铵价格持续走低，从年初 2,900 元/吨一路下滑至 2,350 元/吨。

图2　近年来中国尿素和磷酸二铵价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

从行业政策看，2019 年，国家生态环境部引发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》，“三磷整治”的开展标志着磷肥行业的环保供给侧改革的开始，随着整治的逐步深入，行业准入条件和污染物防控标准将不断提升，环保优势明显、资金实力雄厚以及资源优势明显的企业将受益于行业的供给侧收缩。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事发生变动，此次变动符合相关法律规定和公司章程规定，不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生不利影响。

跟踪期内，公司召开2019年第三次临时股东大会决议，审议通过“公司董事会成员人数由5人增至7人，新选任董事（独立董事）为温倩女士、钟林先生”，其余董事、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

2019年，受化工产品产销量及销售均价下降影响，公司营业收入和毛利率均出现一定程度下降；公司新增车用尿素溶液产品的产销业务。

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和二甲醚，二甲醚为甲醇的下游产品；三聚氰胺为公司高附加值产品。2019年，公司实现营业收入94.22亿元，同比小幅下降3.04%，主要系公司剥离糠醇业务以及化工板块产品收入下降所致；公司营业利润5.13亿元，净利润4.56亿元，分别同比下降36.44%和35.95%，主要系公司主营业务毛利率水平下降以及管理费用大幅增长所致。

从收入构成来看，2019年，尿素、复合肥和化工产品（甲醇和二甲醚）仍是公司主要收入来源。2019年，尿素收入同比下降6.88%至33.16亿元，占比较上年基本保持稳定。2019年，复合肥收入同比增长2.00%至28.54亿元，收入较上年变动不大；甲醇收入大幅下降79.33%至0.74亿元，主要系公司调整产品结构，主动降低产量所致；二甲醚同比下降19.67%至9.19亿元，主要系销售均价下降所致；其他产品（三聚氰胺、车用尿素溶液和其他）为公司高附加值产品，2019年三聚氰胺产能释放，产销量增长带动其收入同比增长17.29%至6.58亿元；公司新增车用尿素溶液业务，2019年收入为1.72亿元；由于公司股份改制，糠醇产品于2018年10月从公司中剥离。

表1 公司主营业务收入及其构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

分类	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
尿素	28.39	37.43	29.82	35.61	38.84	38.23	33.16	39.37	34.87
复合肥	23.01	30.34	14.71	27.98	30.52	13.76	28.54	33.89	15.43
甲醇	6.85	9.03	21.84	3.58	3.91	16.12	0.74	0.88	1.06
三聚氰胺	3.83	5.05	56.66	5.61	6.12	55.95	6.58	7.81	40.48
二甲醚	2.69	3.55	33.12	11.44	12.47	26.16	9.19	10.91	6.30
糠醇	4.63	6.10	9.71	4.84	5.28	8.89	--	--	--
车用尿素溶液	--	--	--	--	--	--	1.72	2.04	25.72
其他	6.44	8.49	29.72	2.62	2.86	37.65	4.31	5.11	37.81
合计	**75.84**	**100.00**	**24.24**	**91.69**	**100.00**	**27.91**	**84.23**	**100.00**	**25.27**

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

毛利率方面，2019年，尿素毛利率同比下降3.36个百分点至34.87%；复合肥毛利率同比上升1.67个百分点至15.43%，主要系原材料产品价格下降所致；公司甲醇和二甲醚化工产品毛利率分别同比

大幅下降至1.06%和6.30%，主要系所属行业持续低迷，销售价格大幅下降所致；三聚氰胺产品毛利率同比下降15.47个百分点至40.48%，主要系下游市场需求低迷，销售价格下降所致。2019年，公司综合毛利率为25.27%，同比下降2.64个百分点。

2020年1－3月，公司实现营业收入24.29亿元，同比小幅增长4.70%；实现净利润0.85亿元，同比大幅下降51.71%，主要系疫情及行业景气度低迷对公司产品需求产生不利影响所致。

2. 原材料采购及能源使用

2019 年，受公司产品总产量下降影响，原材料采购量均出现不同程度下滑；公司原材料采购均价有所下降，有助于公司提升其盈利能力。

（1）原材料采购

公司生产复合肥料所使用的主要原材料为尿素、钾及磷。其中尿素原料全部来自其自产尿素，钾和磷原料主要为外购。钾的供应企业主要位于陕西省及青海省，磷的供应企业主要位于河南省、湖北省及云南省。

公司采购价格易受市场价格影响，且市场价格较为透明，2019 年公司主要生产原材料价格均有不同程度的下降，煤炭、氯化钾和磷酸一铵采购均价同比分别下降了 13.78%、2.64%和 12.54%，原材料价格下降，有助于提升公司的盈利水平。采购数量方面，公司产品产量整体有所下降，原材料采购量均有不同幅度的下降，煤炭、氯化钾和磷酸一铵采购量同比分别下降 22.23%、13.65%和 3.06%。

表 2　公司主要生产原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
煤炭	采购量	272.47	269.10	209.29	55.02
	采购均价	902.48	984.76	849.06	790.62
氯化钾	采购量	19.60	23.00	19.86	4.70
	采购均价	1,924.28	2,310.19	2,249.26	2,082.98
磷酸一铵	采购量	37.15	34.59	33.53	5.02
	采购均价	2,150.98	2,449.70	2,142.45	1,997.61

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。在供应商集中度方面，2019 年煤炭前五大供应商采购金额占总采购金额比重为 16.24%，钾和磷前五大供应商采购金额占总采购金额比重为 11.84%，供应商集中度低。

表 3　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
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**
2018 年	河南焦煤能源有限公司	51.74	6.19	6.40
	阳城县皇城相府（集团）实业有限公司	37.03	4.32	4.48
	神华销售集团华北能源贸易有限公司	60.42	3.63	3.76

	山西华润大宁能源有限公司	15.35	1.88	1.95
	榆林市榆阳区白鹭煤矿	30.95	1.49	1.54
	合计	**195.48**	**17.52**	**18.13**
2019 年	河南焦煤能源有限公司	33.56	3.42	4.31
	陕煤运销集团榆林销售有限公司	47.11	3.18	4.02
	神华销售集团华北能源贸易有限公司	51.08	2.96	3.74
	阳城县皇城相府（集团）实业有限公司	26.29	2.55	3.22
	山西亚美大宁能源有限公司	7.47	0.75	0.95
	合计	**165.51**	**12.87**	**16.24**
2020 年 1－3 月	陕煤运销集团榆林销售有限公司	15.31	0.95	5.40
	河南焦煤能源有限公司	8.62	0.81	4.61
	神华销售集团华北能源贸易有限公司	14.15	0.75	4.28
	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	7.23	0.70	3.99
	神华新疆能源有限责任公司	9.81	0.29	1.63
	合计	**55.11**	**3.49**	**19.92**

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 13%。2018－2019 年，公司外购电力支付的成本分别为 6.06 亿元和 6.04 亿元。

3. 生产情况

跟踪期内，公司复合肥、甲醇和车用尿素溶液产能均有所增加；公司甲醇产量大幅下降，三聚氰胺产量增幅较大，其余产品产量变动不大；公司各产品产能利用率分化严重。

截至 2020 年 3 月底，公司有五大生产基地，分别是分别位于河南省新乡市（本部）、新疆自治区玛纳斯县、江西省九江市、新疆库车和吉林长春。

2019 年，公司尿素产能同比无变化，产量同比下降 6.96%至 219.64 万吨，主要系公司调整产品销售结构所致，公司会根据各产品的生产能力调整生产模式，若尿素的毛利率较低，公司将不再生产尿素，直接生产和销售液氨；产能利用率较高。2019 年，公司复合肥产能同比增加 60.00 万吨/年；产量较上年变动不大，产能利用率下降至 46.53%。2019 年，公司甲醇产能未发生变化，产量同比大幅下降至 2.81 万吨，主要系公司根据市场行情，减少甲醇产量所致；产能利用率为 4.68%。2019 年，公司二甲醚产能和产量同比变动不大，产能利用率为 80.30%。2019 年，公司三聚氰胺产能未发生变化，产量同比大幅增长 49.83%至 12.93 万吨，产能利用率提升至 107.75%。2019 年，公司新设子公司河南心连心蓝色环保科技有限公司，新增车用尿素溶液业务，产能为 66.00 万吨/年，产量为 4.80 万吨，产能利用率较低。2018 年 10 月，公司剥离了糠醇生产销售业务。

2020 年 1－3 月，公司甲醇产能提升至 75.00 万吨/年，主要系公司在新疆新增 15.00 万吨产能所致；其余产品产能未发生变化。截至 2020 年 3 月末，公司主要产品年生产能力分别为尿素 230.00 万吨、复合肥 290.00 万吨、甲醇 75.00 万吨、二甲醚 40.00 万吨、三聚氰胺 12.00 万吨、车用尿素溶液 66.00 万吨。

表 4　公司产品生产情况（单位：万吨/年、万吨、%）

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
尿素	设计产能	260.00	230.00	230.00	230.00
	实际产量	222.97	236.06	219.64	57.98
	产能利用率	85.76	102.63	95.50	25.21
复合肥	设计产能	240.00	230.00	290.00	290.00
	实际产量	109.58	133.03	134.94	28.13
	产能利用率	45.66	57.83	46.53	9.70
甲醇	设计产能	70.00	60.00	60.00	75.00
	实际产量	34.08	14.84	2.81	3.14
	产能利用率	48.69	24.73	4.68	4.19
二甲醚	设计产能	20.00	40.00	40.00	40.00
	实际产量	7.12	31.34	32.12	8.09
	产能利用率	35.60	78.35	80.30	20.23
三聚氰胺	设计产能	6.00	12.00	12.00	12.00
	实际产量	6.41	8.63	12.93	3.71
	产能利用率	106.83	71.92	107.75	30.92
糖醇	设计产能	5.00	5.00	--	--
	实际产量	3.16	3.55	--	--
	产能利用率	63.20	71.00	--	--
车用尿素溶液	设计产能	--	--	66.00	66.00
	实际产量	--	--	4.80	4.80
	产能利用率	--	--	7.27	7.27

资料来源：公司提供

4. 产品销售

公司仍主要依靠经销商销售产品，2019 年公司主要产品产销率均处于较高水平，销售情况良好；2019 年，受行业供需情况影响，公司化工板块产品售价明显下降。

公司主要依靠经销商负责相关产品的具体销售工作，在渠道建设方面，截至 2019 年底，公司已与 300 余家一级经销商建立了业务合作关系；截至 2019 年底，公司已在全国范围内设立分销网点 5,000 余个，销售网络覆盖大部分省市。

2019 年公司尿素销量同比减少 4.53%，主要系公司根据市场行情调整产品生产结构，尿素产量下降所致，产销率小幅上升；公司复合肥销量同比变动不大，产销率小幅下降；甲醇销量同比大幅下降 73.12%，主要系产量大幅下降所致，产销率为 142.35%；二甲醚销量同比变动不大，产销率仍保持 100%左右；三聚氰胺的产品销量同比增长 59.61%，产销率同提升至 100.85%，仍属较高水平；车用尿素溶液销量为 12.55 万吨，产销率为 98.74%。

公司产品价格较为透明，受原材料和产品供需情况影响，2019 年公司尿素销售均价同比小幅下降 2.47%，主要系尿素供应充足，需求端无起色所致；复合肥销售均价同比小幅增长 3.79%；受市场供需影响，甲醇销售价格同比大幅下降 23.16%，二甲醚产品销售价格同比下降 21.32%，三聚氰胺产品销售均价同比大幅下降 26.54%；车用尿素溶液产品销售均价为 1,367 元/吨。

表 5　公司主要产品销售情况（单位：万吨、%、元/吨）

产品	2017 年				2018 年				2019 年			
	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	222.97	201.89	90.55	1,554	236.06	199.92	84.69	1,781	219.64	190.87	86.90	1,737
复合肥	109.58	124.09	113.24	1,969	133.02	139.64	104.98	2,004	134.94	137.26	101.72	2,080
甲醇	34.08	32.69	95.92	2,448	14.84	14.88	100.27	2,409	2.81	4.00	142.35	1,851
二甲醚	7.12	7.04	98.88	4,467	31.34	31.38	100.13	3,644	32.12	32.04	99.75	2,867
三聚氰胺	6.41	6.32	98.60	6,727	8.63	8.17	94.67	6,870	12.93	13.04	100.85	5,047
糠醇	3.16	3.20	101.27	16,902	3.55	3.90	109.86	12,420	--	--	--	--
车用尿素溶液	--	--	--	--	--	--	--	--	12.71	12.55	98.74	1,367

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，2017－2019 年，公司前五大客户集中度分别为 6.04%、5.34%和 7.03%，同时公司前五大客户占比分散，公司整体客户集中风险低。

表 6　公司产品销售前五大客户情况（单位：万元、%）

年份	销售客户	产品	销售金额	销售额占比
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**
2018 年	安徽辉隆集团农资连锁有限责任公司	尿素	13,725.02	1.41
	原阳县全丰农资有限公司	尿素	11,959.99	1.23
	山东玉皇贸易有限公司	甲醇	10,462.43	1.08
	中化化肥有限公司	尿素	8,284.63	0.85
	柳州市千和化工产品有限公司	三聚氰胺	7,457.73	0.77
	合计	**--**	**51,889.80**	**5.34**
2019 年	洛阳浩拓石化产品有限公司	二甲醚	15,637.86	1.66
	中农集团控股股份有限公司	尿素	13,312.66	1.41
	清丰县鑫盛化工有限公司	二甲醚	13,024.30	1.38
	河南金天化工有限公司	尿素	12,212.65	1.30
	安徽辉隆集团农资连锁有限责任公司	尿素	12,092.35	1.28
	合计		**66,279.82**	**7.03**
2020 年 1－3 月	浙江麦科思国际贸易有限公司	复合肥	4,172.08	1.72
	黑龙江倍丰农业生产资料集团有限公司	复合肥	4,140.50	1.70
	中农集团控股股份有限公司	尿素	3,545.50	1.46
	安徽辉隆集团农资连锁有限责任公司	尿素	3,538.99	1.46
	孟州中立化工有限公司	甲醇	2,988.80	1.23
	合计		**18,385.87**	**7.57**

资料来源：公司提供

5. 经营效率

公司整体经营指标在同行业中处于较低水平。

2019 年，公司应收账款周转次数由上年的 44.69 次提升至 79.41 次，主要系公司业务规模下降

致使应收账款大幅下降所致，存货周转次数较上年的 8.04 次下降为 7.26 次，总资产周转率较上年的 0.76 次下降至 0.64 次。与 Wind 提取的国内同行业公司 2019 年相关经营效率指标比较来看（见下表），公司主要经营效率均处于行业较低水平。

表 7　2019 年公司与同行业经营效率指标对比（单位：次）

企业简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
泸天化	317.15	9.89	0.80
鲁西化工	194.61	13.23	0.62
湖北宜化	101.04	8.83	0.62
心连心化工	**97.53**	**7.28**	**0.64**

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
资料来源：Wind，联合评级整理

6. 在建工程

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，未来新建产能未来能是否充分释放尚存一定的不确定性。

截至 2020 年 3 月底，公司主要投资项目包括江西九江尿素项目和采用清洁升级项目，计划投资规模为 60 亿元，已完成投资 30.07 亿元，其中 2020 年 4－12 月投资 13.36 亿元，2020 年投资 9.19 亿元。其中，江西九江尿素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 42 亿元，建成后年产 60 万吨/年合成氨、52 万吨/年尿素、40 万吨/年二甲醚，其中合成氨外售 30 万吨，甲醇作为二甲醚中间产品；项目计划于 2020 年四季度完工。采用清洁升级项目生产基地在新乡本部，整体投资规模合计 18.00 亿元，二甲醚设计产能为 20 万吨/年，甲醇设计产能为 30 万吨/年以及为现有的 30 万吨/年甲醇合成装置提供合成气，项目计划于 2020 年 6 月完工。

表 8　截至 2020 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	已投资金额	计划投资金额			备注
				2019 年 4－12 月	2020 年	2021 年	
江西九江尿素项目	年产 60 万吨/年合成氨、52 万吨/年尿素、40 万吨/年二甲醚	42.00	18.18	10.76	5.68	7.38	该项目预 2018 年开工，工期约 2 年，预计于 2020 年四季度完工。
采用清洁升级项目	20 万吨二甲醚、30 万吨甲醇以及为现有的 30 万吨/年甲醇合成装置提供合成气	18.00	11.89	2.60	3.51	--	该项目预 2018 年开工，工期约 1 年半，该项目预计于 2020 年 6 月完工。
合计		**60.00**	**30.07**	**13.36**	**9.19**	**7.38**	**--**

资料来源：公司提供

7. 经营关注

（1）行业产能过剩，新增产能无法充分释放的风险

公司主要产品为尿素、复合化肥、甲醇和二甲醚，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，市场竞争压力较大。公司复合肥产能利用率和尿素产能利用率仍有待高；在建项目中仍有较大规模尿素和复合肥生产装置；同时拟建项目中有甲醇和二甲醚项目，这些产品目前

仍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。

（2）原材料及产品价格波动风险

公司产品主要包括尿素、复合肥及甲醇和二甲醚等化工产品，产品及原材料均属周期性细分行业，易受政策以及供需环境的影响，产品价格波动性很大；2019 年，甲醇和二甲醚化工产品景气度较差，毛利率大幅下降，对公司整体的盈利能力产生不利影响。

（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。

8. 未来发展

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，新乡本部实现新旧产能更换，整体发展战略清晰。

公司未来发展指导思想：坚持“以肥为主、肥化并举“的经营发展方向，坚持“低成本+差异化”的竞争策略。未来，公司的战略发展导向是：坚持聚焦洁净煤化工升级发展方向，确保化肥主业行业领先优势，按照“一头多尾”经营发展模式，扎实搞好新乡、九江、新疆三大基地的重大项目建设任务。系统性打造“腐植酸肥料、三聚氰胺、车用尿素、糠醇”四大品牌优势，提升企业整体经营水平。按照能够适应、支撑得了一个现代大型化企业集团快速发展的需要，强化提升各方面基础管理能力。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年度合并财务报表已经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，2020 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。2019 年公司合并报表范围增加了 10 家子公司，其中新设立 5 家子公司，非同一控制下企业合并取得 5 家子公司，处置 1 家子公司；2020 年 1 季度，公司合并范围无变化。截至 2020 年 3 月底，纳入合并范围内有 25 家子公司；公司主营业务未发生较大变化，会计政策连续，数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 160.62 亿元，负债合计 104.42 亿元，所有者权益 56.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益 53.82 亿元。2019 年，公司实现营业收入 94.22 亿元，净利润 4.56 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 4.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额 25.04 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.01 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 176.74 亿元，负债合计 122.48 亿元，所有者权益 54.26 亿元，其中归属于母公司所有者权益 51.87 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 24.29 亿元，净利润 0.85 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.95 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.30 亿元。

2．资产质量

（1）流动资产

2019 年，公司资产增长较快，资产构成仍以非流动资产为主，非流动资产在建工程投入及预付工程款增加较多；受公司融资增加影响，货币资金大幅增长，但受限比例高，整体资产质量一般。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 160.62 亿元，较年初增长 20.19%，主要系非流动资产增长所致；其中流动资产占 20.79%，非流动资产占 79.21%，资产构成仍以非流动资产为主。

截至 2019 年底，公司流动资产为 33.39 亿元，较年初增长 16.87%，公司流动资产主要由货币资金（占 39.64%）、预付款项（占 11.87%）、存货（占 28.47%）和其他流动资产（占 11.96%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金为 13.24 亿元，较年初大幅增长 1.80 倍，主要系公司融资规模及投资者投入资金增加所致，公司货币资金主要由银行存款 8.23 亿元和其他货币资金 5.00 亿元构成，受限货币资金为 5.00 亿元，受限比例 37.77%，比例较高。截至 2019 年底，公司预付款项为 3.96 亿元，较年初下降 25.70%，主要为预付的采购款以及电费。截至 2019 年底，公司存货为 9.51 亿元，较年初下降 8.53%，主要系原材料减少所致，公司存货由原材料（3.75 亿元）和产成品（4.48 亿元）构成，公司未对存货计提减值准备，考虑到原材料及产成品目前处价格下行周期，存一定的跌价风险。截至 2019 年底，公司其他流动资产为 3.99 亿元，较年初增长 11.23%，主要为待抵扣进项税额 3.79 亿元。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产为 127.23 亿元，较年初增长 21.10%，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（占 60.43%）、在建工程（占 20.40%）、无形资产（占 6.90%）和其他非流动资产（占 7.78%）构成。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值较年初增长变动不大，为 76.88 亿元，主要由房屋及建筑物（11.74 亿元）、构筑物及辅助设施（14.37 亿元）和房屋建筑物（11.74 亿元）构成；固定资产累计计提折旧 34.35 亿元，整体成新率为 69.39%，成新率较高；计提减值准备 0.98 亿元；受限的固定资产为 7.10 亿元，主要为融资租赁的固定资产。截至 2019 年底，公司在建工程较年初增长 1.63 倍至 25.96 亿元，主要系九江尿素项目及河南采用清洁升级项目投资增加所致。截至 2019 年底，无形资产较年初增长 25.19%至 8.78 亿元，主要由土地使用权（7.49 亿元）及采矿权（0.86 亿元）构成，无形资产累计摊销 0.98 亿元。截至 2019 年底，公司其他非流动资产较年初增长 31.97%至 9.90 亿元，主要系预付工程设备款增加所致；公司其他非流动资产主要由预付工程设备款和售后回租构成。

截至 2019 年底，公司受限资产账面价值合计 14.84 亿元，占公司资产总额的比例为 9.24%，如下表所示。

表 9　截至 2019 年底公司资产受限情况（单位：亿元、%）

科目	金额	占总资产比例
货币资金	5.00	3.11
应收款项融资	0.10	0.06
固定资产	7.10	4.42
使用权资产	2.64	1.64
合计	**14.84**	**9.24**

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 176.74 亿元，较上年底增长 10.03%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产 42.77 亿元，较上年底增长 28.08%，主要系融资规模扩大导致货币资金增

长所致；非流动资产 133.96 亿元，较上年底增长 5.30%。从资产构成来看，较上年底变化不大，仍以非流动资产为主。

3．负债及所有者权益

（1）负债

公司负债规模有所增加；为满足在建工程的资金需求，公司增加筹资力度，债务规模快速增长，公司债务负担加重，负债水平较高，但债务结构尚属合理且融资条件较为宽松。

截至 2019 年底，公司负债合计 104.42 亿元，较年初增长 21.50%，主要系非流动负债增加所致；其中流动负债占比 57.43%，非流动负债占比 42.57%，非流动负债占比较年初提高 4.10 个百分点。

截至 2019 年底，公司流动负债规模为 59.97 亿元，较年初增长 13.41%，主要系应付票据和其他应收款增加所致；公司流动负债以短期借款（占 27.93%）、应付票据（占 13.49%）、应付账款（占 5.32%）、合同负债（占 9.70%）、其他应付款（占 14.46%）和一年内到期的非流动负债（占 24.52%）为主。

截至 2019 年底，公司短期借款 16.75 亿元，较年初增长 6.34%，主要系为了满足在建工程资金需求，增加银行借款所致，公司短期借款主要为信用借款，借款利率在 4.35%至 6.53%之间；应付票据较年初增长 1.89 倍至 8.09 亿元，主要系公司用糠醇业务下游客户应收票据结算上游客户采购款，2018 年 10 月剥离糠醇业务，公司应收银行承兑减少，新增与上游客户的票据结算所致；应付账款较年初下降 13.69%至 3.19 亿元，主要系应付工程款减少所致；合同负债较年初下降 6.24%至 5.82 亿元，主要为预收货款；其他应付款较年初下降 5.34%，变动不大，主要由往来款和保证金为主；一年内到期的非流动负债为 14.70 亿元，较年初增长 18.32%，其中一年内到期的长期应付款 2.07 亿元，一年内到期的应付债券 5.00 亿元，一年内到期的长期借款 6.32 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债 44.45 亿元，较年初增长 34.46%，主要系长期借款增长所致，非流动负债主要由长期借款（占 77.02%）、应付债券（占 8.74%）和长期应付款（占 9.30%）组成。

截至 2019 年底，公司长期借款 34.24 亿元，较年初大幅增长 52.47%，主要由信用借款构成；公司应付债券 3.89 亿元，较年初下降 43.90%，主要系“17 心化 01”重分类至一年内到期的非流动负债所致；长期应付款较年初增长 80.58%至 4.13 亿元，主要系融资租赁长期应付款增长所致。

债务方面，截至 2019 年底，公司债务总额合计 82.05 亿元，较年初增长 32.76%；其中短期债务占比 48.19%，长期债务占比 51.81%，债务结构较年初变动不大；截至 2019 年底，公司短期债务为 39.54 亿元，较年初增长 27.65%；长期债务为 42.51 亿元，较年初增长 37.90%。截至 2019 年底，公司的资产负债率由年初的 64.31%上升至 65.01%；全部债务资本化比率由年初的 56.44%上升至 59.35%；长期债务资本化比率由年初的 39.26%上升至 43.07%。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 122.48 亿元，较上年底增长 17.29%，主要系流动负债增长所致，负债结构仍以流动负债为主，其中流动负债为 70.85 亿元，较上年底增长 18.14%；非流动负债为 51.63 亿元，较上年底增长 16.14%。截至 2020 年 3 月底，公司债务总额为 98.08 亿元，较上年底增长 19.53%，债务结构较上年底变动不大；其中短期债务为 48.51 亿元，较上年底增长 22.68%，长期债务为 49.57 亿元，较上年底增长 16.61%。债务规模的扩大，致使公司负债水平及债务负担指标上升，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别上升至 69.30%、64.38%和 47.74%，公司负债水平较高，债务负担较重。从公司债务到期和利率情况看，公司债务到期结构较为分散，融资成本水平一般。

表 10　截至 2020 年 3 月底公司债务期限分布情况（单位：亿元、%）

年限	金额	占比	利率区间
1 年以内	21.54	24.02	4.30~5.22
1—5 年	48.27	53.84	4.75~7.00
5 年及以	19.84	22.13	5.00~7.00
合计	**89.65**	**100.00**	--

注：上表中债务统计口径不包含应付票据
资料来源：公司提供

（2）所有者权益

得益于引入新的投资者，公司资本实力进一步增加；公司所有者权益稳定性较好。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 56.20 亿元，较年初增长 17.83%，主要系战略投资者增资所致。公司实收资本为 18.45 亿元，较年初增长 12.09%，资本公积为 30.42 亿元，较年初增长 19.73%；主要系公司实施增资方案，向战略投资者募集资金所致；公司募集资金净额 7.97 亿元，其中 1.99 亿元计入实收资本，其余 5.97 亿元计入资本公积；投资者主要包括建信金融资产投资有限公司、铜陵市灵通贸易有限责任公司、厦门宝达润投资合伙企业（有限合伙）和上海金浦国调并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）等。公司未分配利润为 4.22 亿元，较年初增长 71.96%。公司归属于母公司所有者权益合计 53.82 亿元，其中实收资本、资本公积和未分配利润占比分别为 34.29%、56.52%和 7.85%，公司所有者权益稳定性好。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 54.26 亿元，较上年底下降 3.44%，主要系未分配利润减少所致，其中归属于母公司所有者权益 51.87 亿元，公司权益结构较上年底变化不大。

4．盈利能力

2019年，公司收入小幅下降；受公司业务毛利率下降以及管理费用大幅增长影响，公司净利润大幅下降；公司盈利能力下滑严重，费用控制能力有待提高。

2019 年，公司实现营业收入 94.22 亿元，同比小幅下降 3.04%，主要系公司剥离糠醇业务以及化工板块产品收入下降所致；公司营业利润为 5.13 亿元，净利润 4.56 亿元，分别同比下降 36.44%和 35.95%，主要系公司产品销售价格下降致使毛利率水平下降并叠加公司管理费用大幅增长所致。

从期间费用来看，2019年，公司期间费用总额同比增长11.46%至17.08亿元，其中销售费用、管理费用、财务费用和研发费用占比分别为29.59%、31.15%、20.30%和18.96%。2019年，公司销售费用同比增长6.92%至5.05亿元；管理费用同比增长32.63%至5.32亿元，主要系公司员工增加，工资社保以及福利费增长所致；研发费用同比小幅下降0.78%；财务费用同比增长4.39%至3.47亿元，主要系融资规模扩大，利息支出增加所致。2019年费用收入比同比增加2.28个百分点至14.69%，但仍属于较高水平，公司费用控制能力有待提高。

从盈利指标来看，2019年公司营业利润率同比下降2.90个百分点至22.88%，总资本收益率同比下降3.22个百分点至6.59%，总资产报酬率同比下降了2.86个百分点至6.01%，净资产收益率同比下降7.30个百分点至8.78%，公司盈利能力下滑严重。与Wind提取的国内同行业公司2019年相关盈利指标比较来看（见下表），公司主要盈利指标处于行业中上水平。

表 11　2019 年公司与同行业盈利指标对比（单位：%）

指标名称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
泸天化	4.07	5.79	12.60
鲁西化工	8.91	15.42	18.67
湖北宜化	3.93	26.25	14.23
心连心	**5.93**	**8.29**	**23.27**

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
资料来源：Wind；联合评级整理

2020年1－3月，公司实现营业收入24.29亿元，同比增长4.70%；实现净利润0.85亿元，同比大幅下降51.71%，主要系疫情及行业景气度低迷对公司产品需求产生不利影响所致。

5．现金流

2019年，公司经营活动现金流保持良好；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。

2019年，公司经营活动现金流入95.94亿元，同比增长8.59%；经营活动现金流出70.90亿元，同比变动不大；经营活动现金流量净额为25.04亿元，同比增长45.94%，主要系销售回款增加所致；2019年，公司现金收入比为99.97%，同比提高了13.01个百分点，公司收入实现质量属较高水平。

2019年，公司投资活动现金流入1.35亿元，金额较小；投资活动现金流出28.71亿元，同比增长40.57%，主要系公司为提升产能、进一步提升规模优势以降低生产成本，加大了新项目建设的力度所致；投资活动产生的现金流量净额为-27.36亿元，净流出规模较上年增长60.01%。

2019年，公司筹资活动现金流入60.85亿元，同比增长42.42%，主要系公司融资规模增加所致；筹资活动现金流出53.52亿元，同比增长27.12%；筹资活动产生的现金流量净额7.33亿元；现金及现金等价物净增加额为5.01亿元。

2020年一季度，经营活动产生的现金流量净额为4.95亿元，投资活动产生的现金流量净额为-9.81亿元，筹资活动产生的现金流量净额为13.16亿元，现金及现金等价物净增加额为8.30亿元。

6．偿债能力

公司短期偿债能力增强，长期偿债能力减弱，公司无对外担保、未决诉讼等或有负债风险。考虑到公司作为国内单体最大的煤基尿素生产企业，经营规模逐年扩大，竞争力强，经营现金流良好，外部融资条件较为宽松，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看，截至2019年底，公司流动比率由年初的0.54倍上升至0.56倍，速动比率由年初的0.34倍上升至0.40倍；公司现金短期债务比由年初的0.25倍上升至0.36倍。截至2020年3月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为0.60倍、0.50倍和0.51倍。公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标来看，2019年，公司EBITDA由上年的17.79亿元下降至15.94亿元，主要系利润总额减少所致，公司EBITDA主要由折旧（占43.15%）、计入财务费用的利息支出（占22.62%）和利润总额（占32.83%）构成。同期，公司EBITDA全部债务比由上年的0.29倍下降至0.19倍，EBITDA利息倍数由上年5.58倍下降至4.14倍，EBITDA对全部债务的保障程度和对利息的保障程度一般，公司长期偿债能力一般。

截至2020年3月底，公司共获得各银行授信额度共计人民币116.73亿元，其中已使用90.01亿元，剩余26.72亿元，公司间接融资渠道有待拓展。

截至 2020 年 3 月底，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 2020 年 3 月底，公司无对外担保情况。

根据代码为 G1041072100107410Z 的人民银行征信报告，截至 2020 年 5 月 20 日，公司无未结清和已结清不良信贷信息。

七、公司债券偿债能力分析

公司现金类资产、净资产对“17心化01”债券余额覆盖程度很高，考虑到跟踪期内，公司经营规模，获现能力，融资支持等方面仍具备很强竞争力，联合评级认为，公司对“17心化01”的偿还能力很强。

从资产情况来看，截至2019年底，公司现金类资产达14.17亿元，约为“17心化01”债券余额（5亿元）的2.83倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达56.20亿元，约为“17心化01”债券余额的11.24倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“17心化01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2019年，公司EBITDA为15.94亿元，约为“17心化01”债券余额的3.19倍，公司EBITDA对“17心化01”的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司2019年经营活动产生的现金流入95.94亿元，约为“17心化01”债券余额的19.19倍；2019年公司经营活动产生的现金净流入为25.04亿元，约为“17心化01”债券余额的5.01倍，公司经营活动现金流入量及净流入对“17心化01”的覆盖程度很高。

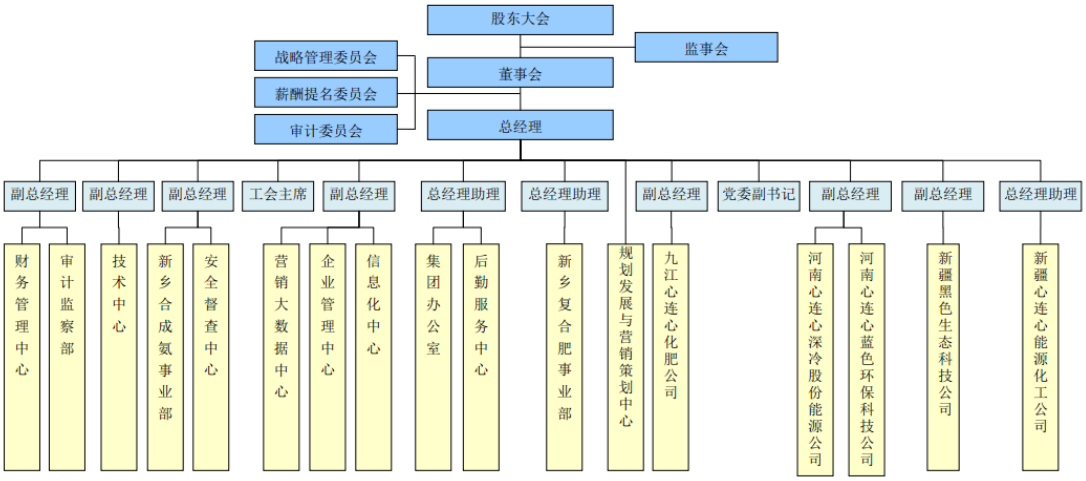
八、综合评价

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；2019 年，公司获得战略投资者投资，资本实力进一步提升；经营规模扩大，经营活动现金流继续保持大幅净流入态势。同时跟踪期内，尿素、复合肥以及公司化工产品行业仍处于产能过剩状态，且原材料及产品价格波动性很大；公司债务规模扩张较快，随着在建项目的持续投入，公司债务负担将进一步加重等因素对其信用水平产生了不利影响。

随着我国化肥行业落后产能的逐渐淘汰，产能的释放将提升公司的竞争力；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，评级展望为“稳定”；同时维持“17心化 01”债项信用等级为“AA”。

附件 1　截至 2020 年 3 月底河南心连心化学工业集团股份有限公司组织结构图



附件 2　河南心连心化学工业集团股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
资产总额（亿元）	121.10	133.63	160.62	176.74
所有者权益（亿元）	40.85	47.69	56.20	54.26
短期债务（亿元）	24.55	30.98	39.54	48.51
长期债务（亿元）	35.23	30.83	42.51	49.57
全部债务（亿元）	59.78	61.80	82.05	98.08
营业收入（亿元）	80.79	97.17	94.22	24.29
净利润（亿元）	4.10	7.12	4.56	0.85
EBITDA（亿元）	13.33	17.79	15.94	--
经营性净现金流（亿元）	10.23	17.16	25.04	4.95
应收账款周转次数（次）	39.76	44.69	79.41	--
存货周转次数（次）	10.39	8.04	7.26	--
总资产周转次数（次）	0.69	0.76	0.64	--
现金收入比率（%）	115.75	86.96	99.97	113.00
总资本收益率（%）	6.95	9.82	6.59	--
总资产报酬率（%）	6.49	8.87	6.01	--
净资产收益率（%）	10.04	16.09	8.78	--
营业利润率（%）	22.67	25.78	22.88	21.83
费用收入比（%）	13.66	12.41	14.69	15.49
资产负债率（%）	66.27	64.31	65.01	69.30
全部债务资本化比率（%）	59.40	56.44	59.35	64.38
长期债务资本化比率（%）	46.30	39.26	43.07	47.74
EBITDA 利息倍数（倍）	4.89	5.58	4.14	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.29	0.19	--
流动比率（倍）	0.66	0.54	0.56	0.60
速动比率（倍）	0.49	0.34	0.40	0.50
现金短期债务比（倍）	0.21	0.25	0.36	0.51
经营现金流动负债比率（%）	23.24	32.44	41.75	6.99
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.67	3.56	3.19	--

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. 2020 年 1 季度财务报表数据未经审计，相关指标未年化。4. 长期应付款和租赁负债中有息债务已调整至长期债务。5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

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