

信用等级公告

联合[2017]1404 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拟面向合格投资者公开发行的 2017 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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拟面向合格投资者公开发行的 2017 年公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年八月二十八日

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

2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：本期基础发行规模 5 亿元，可超额
配售不超过 5 亿元（含）

债券期限：3 年期

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2017 年 8 月 28 日

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 6 月
资产总额（亿元）	95.37	110.49	111.81	116.01
所有者权益（亿元）	31.81	36.12	40.76	40.84
长期债务（亿元）	31.14	44.40	44.20	33.54
全部债务（亿元）	49.13	59.61	54.88	61.35
营业收入（亿元）	53.65	60.02	59.30	38.52
净利润（亿元）	2.65	4.41	1.15	2.03
EBITDA（亿元）	8.50	11.30	9.30	--
经营性净现金流（亿元）	12.14	8.16	6.80	4.38
营业利润率（%）	20.31	25.78	20.06	23.05
净资产收益率（%）	8.70	12.98	2.99	4.97
资产负债率（%）	66.69	67.31	63.54	64.79
全部债务资本化比率（%）	60.70	62.27	57.38	60.03
流动比率（倍）	0.67	0.88	0.89	0.65
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.19	0.17	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.84	3.83	3.42	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.61	0.81	0.66	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.70	2.26	1.86	--

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、2017 年半年度财务报表数据未经审计，相关指标未年化。

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”）的评级反映了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、设备产能、工艺技术水平及经营稳定性等方面所具备的综合优势；同时，联合评级也关注到尿素、复合肥行业竞争激烈，产品价格下降以及公司债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着新疆心连心能源化工有限公司（以下简称“新疆公司”）优势产能的逐步释放，公司业务布局更趋合理，成本优势、原材料保障水平将明显增强。此外，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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司从事尿素生产的时间长，生产规模大，生产工艺技术先进程度较高，区域优势明显，行业地位高，综合竞争力强。

2. 公司产品的市场认可程度高，随着近年来产能的逐步释放，公司收入规模持续扩大。

3. 公司经营效率高，收入实现质量较好，经营现金流状况较佳，有利于公司运营资金规模的稳定保持。

4. 随着新疆公司先进产能的逐步释放，公司整体生产规模将进一步扩大，产品辐射范围、市场占有率及综合毛利率水平有望进一步提升。

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. 化肥行业属强周期性行业，近年来尿素和复合肥产品价格持续走低，公司盈利能力明显下滑。

3. 近年来我国政府以产能去化为目的，逐步取消化肥行业在电价、铁路运价等方面的优惠政策，相关政策的调整已对公司的经营业绩产生一定影响。

4. 公司生产过程中涉及危险化学品的生产与管理，公司安全生产管理工作水平需持续关注。

5. 近年来，公司债务规模增长较快，目前债务负担较重。在建项目规模较大，未来存在一定资金支出压力。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

赵 哲

电话：010-85172818

邮箱：zhaoz@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告信用等级自报告出具之日起至本次（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：



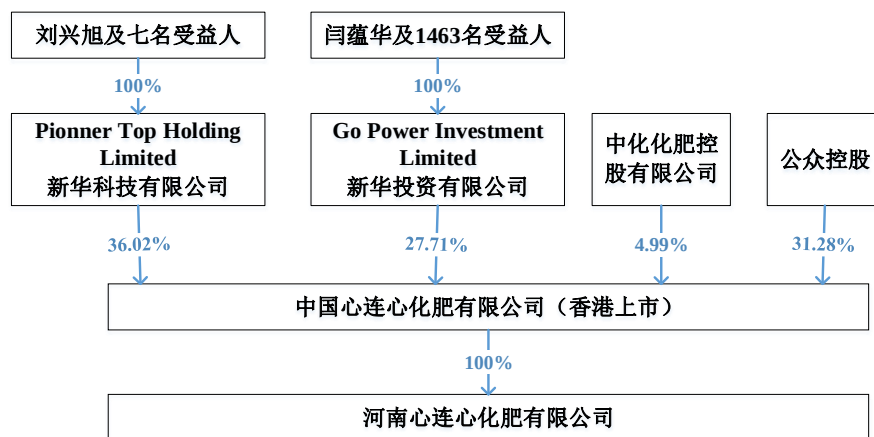
联合信用评级有限公司

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 2017 年 6 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 2017 年 6 月末，公司股权结构如下：

图 1 截至 2017 年 6 月末公司股权结构



资料来源：公司提供，联合评级整理

公司经营范围为：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。

公司依据经营需要，设立了技术管理部、工程技术研究中心、营销中心、采购部、生产管理部、财务部、战略发展规划部、人力资源部、企业管理部、信息化管理部、招标办等多个职能部门。

截至 2017 年 6 月末，公司下设河南心连心化肥有限公司复合肥分公司、河南心连心化肥有限公司二分公司和河南心连心化肥有限公司四分公司¹；公司下设全资子公司新疆心连心能源化工有限公司、河南农心肥业有限公司和河南手拉手肥业有限公司；公司拥有在职员工 5,607 人。

截至 2016 年末，公司合并资产总额 111.81 亿元，负债合计 71.04 亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.76 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 38.26 亿元。2016 年，公司实现营业收入 59.30 亿元，净利润（含少数股东损益）1.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.17 亿元；公司

¹ 公司在河南地区共建成四条尿素生产线，其中，一分厂直属本部，二分厂和三分厂隶属二分公司，四分厂隶属四分公司。复合肥生产线隶属河南心连心化肥有限公司复合肥分公司和河南农心肥业有限公司。

经营活动现金流量净额 6.80 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.30 亿元。

截至 2017 年 6 月末，公司合并资产总额 116.01 亿元，负债合计 75.17 亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.84 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 38.10 亿元。2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 38.52 亿元，净利润（含少数股东损益）2.03 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.90 亿元；公司经营活动现金流量净额 4.38 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.76 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

1. 本期债券概况

经中国证监会于 2016 年 12 月 6 日签发的“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”）。本期债券为第一期，名称为“河南心连心化肥有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券基础发行规模 5 亿元，可超额配售不超过 5 亿元（含 5 亿元），债券期限为 3 年期。本期债券票面利率为固定利率，在债券存续期内每年固定不变。本期债券票面利率由发行人和承销商通过市场询价协商后，通过簿记建档方式确定。本期债券采用单利按年付息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券的付息和本金兑付工作按照登记公司相关业务规则办理。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于补充营运资金。

三、行业分析

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，近三年合计占营业收入的比重均达到 80%以上。

1. 化肥行业概况

化肥产业是建设现代化农业的重要支撑，其具有使用范围广、用量大的特点，素有“粮食的粮食”之称，是关系国计民生的重要基础产业，对于保障粮食安全和促进农民增收具有十分重要的作用。化肥支出在粮食生产成本中占 23%，仅低于人工成本与土地费用。

从全球化肥市场来看，新兴经济体如中国、印度、巴西等国家在国际化肥贸易中越来越活跃。进入 21 世纪以后，发展中国家的 GDP 增速明显高于世界水平，以中国为例，近年来，我国 GDP 快速增长，2014 年增长 6.50%，远超出发达国家。印度、巴西、印尼、越南、巴基斯坦等国家经济发展很快，加上人口众多，对化肥需求量大，有望成为将来国际化肥贸易最有活力的地区。中国、印度、亚洲其它国家、拉美与北美等五大国家和地区的化肥消费量占全球化肥消费量的 70%，北美因为环保压力，施肥量逐渐下降。未来，化肥的主要市场将集中于我国、印度和巴西。

化肥是常年生产、季节性消费的商品，农作物的生长周期决定了化肥需求的淡旺季。2008 年开始，国家为了保证国内农业对化肥的需求，根据化肥需求的淡旺季制定了氮肥、磷肥的出口关税政策。目前，对淡旺季的规定如下：氮肥旺季为 2~6 月、9~11 月；重过磷酸钙旺季为 2~5 月；磷酸一

铵、磷酸二铵旺季为 2~5 月、8~10 月。

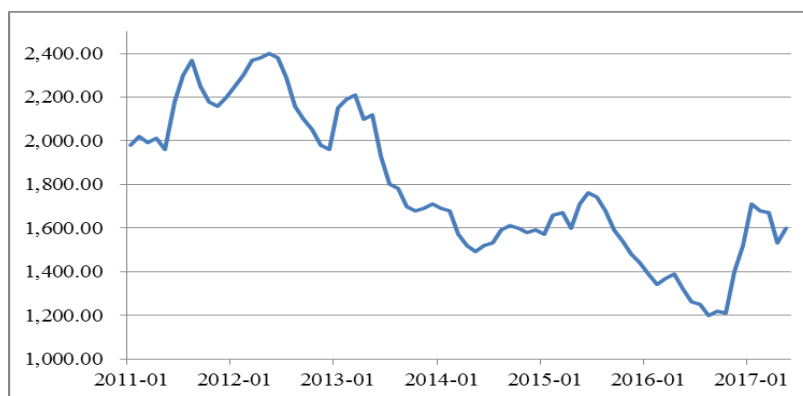
我国化肥行业在快速发展的同时也存在许多问题，主要表现在：产能过剩矛盾突出，产品结构与农化服务不能适应现代农业发展的要求，技术创新能力不强，节能环保和资源综合利用水平不高，硫、钾资源对外依存度高等。

氮肥

氮肥是我国传统的大宗化肥，应用量最大，氮肥的品种主要有尿素、硫酸铵和氯化铵等，尿素是氮肥中的主要品种。氮肥生产的主要原材料是天然气和煤，经过多年发展，我国氮肥产品产量和质量都得到了大幅提高，已经从世界上最大的氮肥进口国转变为出口国。2016 年，我国尿素产能约 8,000 吨/年，产能过剩较为突显。

价格方面，近年来，由于宏观环境因素和自然因素的变化，尿素价格出现了较大幅度的波动。自 2011 年开始，受农产品价格上升，农民种植积极性提升，尿素价格得到回升。同时，受成本上升因素影响，尿素价格持续走高。据中国氮肥工业会最新发布的数据显示，2011 年化肥行业各类产品销售量、价格、行业利润等主要指标均出现增长，特别是产品价格涨势明显，2011 年国内尿素年均价格为 2,181 元/吨，同比上涨 24%。2012 年国内化肥价格整体处于较高位置，全年尿素平均出厂价为 2,150 元/吨。2013 年，国内尿素总产能达 7,984 万吨，市场需求仅为 6,500 万吨，受产能过剩影响，国内尿素价格逐渐下降至 1,600 元/吨以下。2014 年，尿素市场价格持续走低，均价为 1,569 元/吨。2015 年上半年，受出口量大幅增长的影响，国内尿素价格回升；2015 年下半年，受主要原材料煤炭价格低迷及国内市场竞争加剧的影响，国内尿素价格有所下滑；截至 2015 年 12 月底，尿素均价已降至 1,440 元/吨。2016 年，尿素价格最低跌至 1,120 元/吨；2016 年三季度以来，受煤炭价格上涨和环保限产导致装置开工率持续低位运行的影响，尿素价格出现较大幅度的回升，2016 年 12 月，尿素均价回升至 1,520 元/吨。2017 年年初以来，尿素月均价波动上涨，2017 年 5 月尿素均价涨至 1,600 元/吨。

图 2 2011~2017 年 5 月国内尿素（≥46%）市场价（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

复合肥

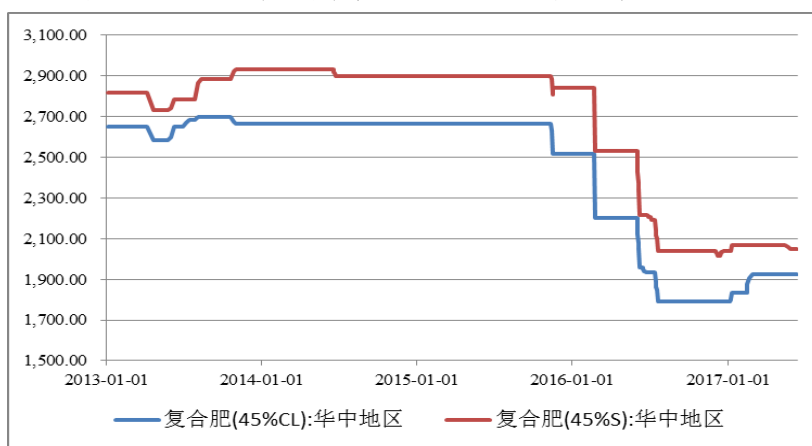
复合肥是指由化学方法或（和）混合方法制成的含作物营养元素氮、磷、钾中任何两种或三种的化肥，具有养分全面、含量高；物理性状好、便于施用；副成分少、对土壤无不良影响；配比多样，有利于针对性的选择和施用，对于平衡施肥、提高肥料利用率、促进作物的高产稳产有着十分重要的作用。

得益于国家政策的支持，我国复合肥行业快速发展，我国复合肥产业仅用 20 余年的时间，完成

了从全部依赖进口到自给自足的转变。自 2004 年以来，我国政府连续出台十三个指导“三农”工作的中央一号文件，有力地促进了农民增产增收，提高了农民种粮积极性，提高了农业综合生产能力，为复合肥行业发展提供了良好的基础。此外，经过 30 多年的快速发展，我国的复合肥装置生产工艺也从简单的滚筒造粒到喷浆造粒和高塔造粒，生产的肥料类型也从普通的平衡肥、低含量复合肥向新型肥、高含量复合肥发展。

价格方面，2014 年、2015 年华中地区复合肥均价较稳定，2016 年，复合肥市场需求疲软，加之原材料价格下降等原因，复合肥价格整体下行。截至 2016 年底，华中地区复合肥（45%CL）均价较上年底下降 40.29% 降至 1,791.67 元/吨，华中地区复合肥（45%S）均价较上年底下降 40.28% 降至 2,038.33 元/吨。

图 3 2013~2017 年 5 月华中地区复合肥均价情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

总体看，化肥行业产能目前仍过剩，供需矛盾依然存在；2011 年以来，尿素价格波动下降，2016 年三季度以来，受煤炭价格上涨和环保限产导致装置开工率持续低位运行的影响，尿素价格出现较大幅度的回升；近几年复合肥价格较为稳定，2016 年，受原材料价格下降、免征增值税等政策取消的影响，复合肥价格持续下降。

2. 化肥行业供需情况

化肥的主要品种有氮肥、磷肥和钾肥。全球化肥市场，氮磷钾肥总体供需呈平衡状态。在产能、产量与消费量上看，氮肥>磷肥>钾肥，但基于三种化肥的价格分别可能受到的影响，长期来看，价格的波动范围变化趋势将是钾肥价格最为稳定，其次是磷肥，尿素价格波动可能最大。

我国作为农业大国，人口众多，政府对于农业发展始终非常重视。从化肥需求来看，从 1990 年至今，我国化肥的产量和消费量均居世界首位。我国的农民偏好使用氮肥，全国农业技术推广服务中心对 88 个化肥经销商的调研结果显示，农民购买氮肥所占的比重最大，为 41%，其次是复混肥，占 28%。而磷肥和钾肥的比重仅占 18% 和 12%。我国氮、磷、钾的消费比例仅为 1: 0.32: 0.17，农业部要求的比例为 1: 0.37: 0.25，与世界平均水平 1: 0.40: 0.27 还有一定差距。从施用的作物看，60% 用于粮食作物，40% 用于经济作物和其他行业。

2016 年，我国共生产化肥 7,004.90 万吨（折纯量，下同），较上年减少 8.16%。分品种看，全年氮肥产量 4,458.8 万吨，同比减少 9.81%。化肥中尿素产量 3,083 万吨，同比减少 10.55%；磷肥产量为 1,828.6 万吨，同比减少 9.76%；钾肥产量为 663.3 万吨，同比增长 8.40%。2016 年，我国化肥

出口 2,809 万吨，同比增长 12.44%，化肥出口额合计 65.22 亿美元，同比减少 2.16%。

2016 年 1~11 月，全国化肥表观消费量（折纯，下同）6,076.6 万吨，同比增长 0.1%，增速下降。其中，尿素表观消费量 2,669.8 万吨，同比增长 0.9%；磷肥表观消费量 1,325.8 万吨，同比增长 6.8%；钾肥表观消费量为 939.8 万吨，同比减少 9.5%。化肥消费近期增长加快，主要是库存增加所致，但长期放缓的趋势并无改善。2016 年，我国化肥出口 2,809 万吨，同比增长 12.44%，化肥出口额合计 65.22 亿美元，同比减少 2.16%。

总体看，受下游需求的影响，国内化肥生产显著减少，供给减少；化肥出口量有所增加，但化肥市场需求扩张有限，供需矛盾依然存在。

3. 行业竞争

（1）进出壁垒

化肥行业技术和资金壁垒较高，属于资源型、资本密集型和技术密集型的行业，行业有着典型的规模经济效应，大型化肥企业具有较好的市场竞争力。规模效益和工艺技术上的先进是化肥企业能否持续经营的必要条件，规模经营和高新技术的采用使得进入该行业的初始投资巨大；近两年化肥行业准入条件以及产品能耗标准、行业清洁生产标准、磷石膏渣场的防渗、堆存技术规范等一系列标准正在逐步制定，未来，化肥企业将向大型化、区域化发展，小型企业将逐渐被兼并或淘汰，化肥行业进入壁垒进一步增高。同时化肥生产企业退出成本较高，因此，化肥行业内企业在化肥生产与销售形势不好的情况下，仍无法及时退出，致使行业平均开工率降至不足 70%，进一步加大了行业企业市场竞争压力。

（2）行业集中度

目前，国内化肥行业集中度低，行业排名前十的企业所占市场份额仅为 30%，主要分布在山东、湖北、四川、河南、青海等省份，行业龙头企业主要包括中国化工集团公司、湖北宜化化工股份有限公司、四川美丰化工股份有限公司、云天化集团等。整体看，我国化肥行业区域分布比较分散，不利于规模经济优势和资源优势的发挥。

总体来，化肥行业进入壁垒较高，尤其是近年政府一系列政策的出台导致化肥行业进入成本明显提升，同时，行业退出成本也较高；化肥行业集中度较低，竞争较为激烈。

4. 行业政策

为了解决我国化肥行业集中度低、产能过剩等问题，近年来政府出台了一系列政策以促进化肥行业的良性发展，主要政策如下表所示：

表 1 近年来国家对化肥行业进行政策调整相关情况

时间	政策名称及举措	政策思路
2014 年 12 月	财政部公布 2015 年化肥出口关税调整方案	取消了化肥出口淡旺季的划分，全年采用统一的税额或税率，其中尿素全年出口关税 80 元/吨，磷酸一铵、磷酸二铵全年出口关税 100 元/吨，氮磷二元肥全年出口关税税率 5%，氯化钾、硫酸钾出口关税维持 600 元/吨，三元复合肥出口关税维持 30%的税率。
2015 年 1 月	《关于调整铁路货运价格，进一步完善价格形成机制的通知》	农用化肥运费由原来的 2 号运价调整为执行 4 号运价，1 千公里涨幅约 25.2 元。
2015 年 7 月	《工业和信息化部关于推进化肥行业转型发展的指导意见》	加强新增产能的控制和落后产能的淘汰，化解产能过剩；鼓励高效、环保新型肥料的开发，调整我国化肥产品结构；加快提升科技创新能

时间	政策名称及举措	政策思路
		力，提高市场竞争优势；加强农化服务；借力“一带一路”扩展国际市场。
2015 年 8 月	《关于对化肥恢复征收增值税政策的通知》 (财税[2015]90 号)	规定自 2015 年 9 月 1 日起，对纳税人销售和进口的化肥，统一按 13% 税率征收增值税，原有的增值税免税和先征后返政策相应停止执行。后在补充通知规定，对增值税一般纳税人销售的库存化肥，允许选择按照简易计税方法依照 3% 征收率征收增值税。
2015 年 9 月	国家标准化管理委员会发布了 14 项能耗限额标准	自 2016 年 10 月 1 日起实施。其中，化肥行业涉及两项能耗限额标准，对合成氨和尿素产品单位能耗限额作出规定。
2016 年 12 月	《2017 年关税调整方案》	自 2017 年 1 月 1 日起，氮磷二元复合肥关税税率从 5% 调整为零税率，氮磷钾三元复合肥关税税率从 30% 下调至 20%。

资料来源：联合评级整理

总体看，近年来我国化肥行业处于产能过剩状态，政府不断调整关税政策以鼓励化肥出口，缓解化肥去库存压力；同时，在税收、运输等方面给予化肥行业的诸多优惠政策正在逐渐削弱甚至取消，可有效淘汰部分化肥企业。

5. 行业关注

(1) 化肥行业产能过剩

自 2012 年以来，主要化肥品种价格进入下跌通道，化肥行业处于低谷期，虽然化肥产品价格自 2016 年底起有所回暖，但仍然处于低谷期。根据百川资讯数据统计，2016 年，我国主要化肥产品开工率均不超过 70%，尿素、一铵开工率连续几个月处于 50% 以下，化肥行业整体产能过剩，加上产品价格处于低谷期，化肥行业盈利能力下降。

(2) 原材料价格上涨压力

自 2016 年三季度以来，受煤炭价格大幅上涨的影响，复合肥生产成本大幅增加，但是国家出于保护农民利益的考虑，要求对化肥实施限价销售，以致化肥生产企业利润空间明显缩小，成本控制压力明显加大。

(3) 行业政策调整风险

由于近年来我国化肥生产行业整体产能过剩，我国政府以产能去化为目的，逐步取消如电价、铁路运价等相关优惠政策，以促使行业整体的转型升级，以利于行业未来的良性发展，但同时由于相关优惠政策取消，加大了行业企业短期内的经营压力。

6. 未来发展

在化肥行业未来发展方面，按照《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》要求，调整化肥行业产品结构、提升创新能力、加强农化服务，切实提升行业增长质量和效益等，已成为化肥行业未来的发展中心。

在发展目标落实方面，《工业和信息化部关于推进化肥行业转型发展的指导意见》指出，2015 年至 2020 年期间，我国化肥工业将在总量调控、原材料结构改善、产品结构升级以及节能环保水平提升等方面进行积极调整，将我国化肥工业发展状况予以优化。在总量调控目标方面，截至 2020 年，我国氮肥产能 6,060 万吨，产能利用率提升至 80%；磷肥产能 2,400 万吨，产能利用率提升至 79%；钾肥产能 880 万吨，自给率提升至 70%。

在原材料结构方面，采用非无烟煤的合成氨产品占比从目前的 24% 提升至 40% 左右，硫资源对外依存度下降 10 个百分点。提高中低品位磷矿资源开发利用水平，采用浮选技术使入选磷矿品位下降 2~4 个百分点。加大难溶性钾资源的开发和利用，生产规模尽快得到提高。

在产品结构升级方面，以提高化肥利用率和产品质量为目标，大力发展新型肥料。力争到 2020 年，我国新型肥料的施用量占总体化肥使用量的比重从目前的不到 10% 提升到 30%，氮肥、磷肥企业非肥料产品销售收入比重达到 40~50%。肥料产品质量进一步提升，复合肥产品水平不断提高，质量更加安全可靠。

在节能环保水平提升方面，所有合成氨企业能源消耗水平达到《合成氨单位产品能源消耗限额》要求，其中 70% 的企业达到新建企业准入值要求；所有磷铵企业能源消耗水平达到《磷酸一铵、磷酸二铵和工业硫酸单位产品能源消耗限额》要求。所有加工型硫酸钾企业能源消耗水平达到《硫酸钾单位产品能源消耗限额》要求；合成氨企业吨氨排水、氨氮、COD 达到《合成氨工业水污染物排放标准》要求；磷铵企业污水排放达到《磷肥工业水污染物排放标准》要求；提升磷石膏开发利用水平，到 2020 年，磷石膏综合利用量从目前年产生量的 30% 提高到 50%。

在化肥行业转型升级措施方面，解决产能过剩、调整产品结构、提升科技创新能力、推进绿色发展、两化深度融合、强化农化服务和加大政策扶持力度等内容已成为重点实施措施。

未来随着化肥行业供给侧改革推进，化肥行业盈利水平有望提升。此外，农业部和工信部提出要调整化肥使用结构，大力推广高效新型肥料，力争 2020 年我国新型肥料的使用量占总体化肥使用量的比重从不到 10% 提升至 30%，未来新型肥料占比将逐步提升。

总体看，传统化肥去产能是化肥行业的突出问题；科技含量更高的新型化肥将成为增长点；化肥生产企业应对生产工艺技术升级改造，纵向延伸产业链，提高抗风险能力。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

截至 2017 年 6 月末，公司的尿素产量居国内尿素行业第 2 位，居煤基尿素生产企业第 2 位，居河南省化肥行业第一位，系国内单体规模最大的尿素生产企业。公司的尿素生产成本在河南省 22 家煤基尿素生产企业中最低，2016 年，公司尿素完全成本较行业平均水平低 8.6 个百分点。

截至 2017 年 6 月末，公司在河南本部拥有 4 座占地面积 110 余万平方米的标准化生产厂房，即一分厂、二分厂、三分厂和四分厂，共拥有 4 条尿素生产线，其中 3 条为固定床联醇工艺，即既生产尿素又生产甲醇，另有 1 条生产线为采用洁净煤气化技术的新工艺生产线；公司在河南拥有复合肥生产线 12 条，其中包括一条高塔复合肥生产线和 BB 肥生产线。截至 2017 年 6 月末，公司在新疆拥有子公司 1 家，负责 1 条采用洁净煤气化技术的新工艺生产线的管理经营。

公司是国家百万吨化肥生产基地，曾获得“全国石油化工肥料制造业百强企业”、“中国海外上市企业 50 强”、“河南省明星民营企业”、“河南省管理创新佳单位”、“河南省诚信纳税大户”等多项荣誉称号。公司在同行业内率先通过“三合一体系”认证，为国家环保总局、中国氮肥工业协会树立的环保样板企业。截至 2017 年 6 月末，公司尿素、复合肥和甲醇的年产能分别达到 260 万吨、185 万吨和 30 万吨。

总体看，公司作为尿素生产龙头企业，拥有较大规模的产能、较先进的技术水平和较强的生产成本控制能力，曾多次获得国家级、省部级荣誉，综合竞争优势明显。

2. 技术水平

公司设立研究及发展中心，收集农地的土壤样本以研发矿物成份不同的新型复合肥料配方，提高质量及成本效益。自 2009 年聚能网尿素上市以来，公司先后推出控失尿素、水触膜控失尿素、腐植酸尿素、珍维多、逍逍乐、锌一代聚能网、黑力壮等等一系列高效肥。

公司工程研究中心下设备室、工艺管道室、科技项目处、科技成果处、博士后科研工作站、综合情报室、研究发展处、肥料技术处、氮肥产品部、复合肥料部等科室，现拥有技术研发人员 111 人，其中，博士生 1 人，985 研究生 4 人，211 研究生 8 人，其他研究生 17 人，本科生 81 人。

2016 年，公司在科技研发方面的投入 1.70 亿元。截至目前，工程研究中心累计实现授权和发明专利 178 项，其中发明专利 28 项、实用新型 137 项、外观专利 13 项，为公司自主创新技术提供了有效的保护。

公司是国内少数采用自动化工序生产尿素及遵照中国相关肥料业组织的建议采用 18 种先进技术的尿素生产企业之一，使公司能在生产过程中有效率地耗用资源（包括煤炭及电力），同时公司新生产线采用粉煤替代块煤作为原材料，有效降低成本。2016 年，公司生产尿素的平均煤炭用量约为 605 公斤/吨，在国内所有主要煤基尿素生产企业中具备竞争优势，每吨尿素耗电量 769 千瓦时。2016 年，公司生产甲醇的平均生产成本约为每吨 0.17 万元，低于国内甲醇业的平均生产成本。

2015 年 6 月，工程技术研究中心引进高效土壤养分测试技术（采用中国农业科学院的土壤养分测定方法），实现了测土配方施肥中的分析设备自动化、样品测试批量化、数据管理信息化、施肥推荐程序化。公司现拥有通过欧盟专业 TUV 认证的德国菲索烟尘分析仪，可以准确测量锅炉烟气的污染物排放量，用以测量各尿素粉尘回收的排放范围，成为国内首个使用该仪器的单位；同时，公司拥有美国通用公司生产的便携式超声波流体测速仪 GEPT878、法国 SY 集团旗下莱克舒特品牌生产的超声波检测相机（在线可视化气体检漏仪）Leakshooter-LKS1000 等先进设备，为公司实现技术更新和成本控制提供了重要支撑。

公司连续多年获得新乡市科学技术进步奖和河南省科学技术进步奖，其中，2013 年获得新乡市科学技术进步二等奖、河南省科学技术进步二等奖；2014 年获得新乡市科学技术进步二等奖、河南省科学技术进步二等奖；2015 年得新乡市科学技术进步一等奖、河南省科学技术进步三等奖。

总体看，公司技术水平优势明显，生产成本控制能力较强。

3. 地域优势

公司位于河南省新乡经济开发区，坐落地点距京广铁路 1 公里，距 107 国道 3 公里，交通条件便利。同时，公司煤炭供应地集中于山西、陕西、河南焦作等煤炭产区；产品销售市场主要集中于河南本省、河北、江苏和山东等农业大省，上述各省市与公司的之间的距离均较短，有利于生产原料及产品运输成本的控制。

总体看，公司与主要原材料供应地以及产品销售市场距离较短，交通条件便利，运距因素对公司生产销售所产生的影响小。

4. 人员素质

公司现有董事会成员 9 人，其中 1 人任董事长；监事会成员共 3 人，其中 1 人任监事会主席；公司设总经理 1 人，公司管理团队人员均具备多年的从业经验和管理经验，行业经验丰富，履职能力强。

公司董事长兼总经理刘兴旭先生，1954 年生，硕士学历，高级政工师，高级经济师；历任新乡

县中央纪律检查委员会宣传干事、新乡县朗公庙乡副乡长、七里营乡乡长兼党委副书记、新乡化肥总厂厂长、河南心连心化工有限公司党委书记、董事长兼总经理等职务；2006年起，出任公司党委书记、董事长兼总经理。刘兴旭先生先后荣获“全国小氮肥先进工作者”、“省企业管理先进个人”、“省五一劳动奖章获得者”、“河南省劳动模范”和“河南省优秀民营企业家”等荣誉称号，多次被选为新乡市人大代表，目前任中国氮肥工业协会副理事长。

公司副董事长兼副总经理闫蕴华女士，1970年生，博士学历，高级会计师，国际财务管理师；历任新乡化肥总厂成本会计、财务科副科长及副总会计师；河南心连心化工有限公司总会计师等职务，目前任公司副董事长兼副总经理。

公司董事兼总经理张庆金先生，1966年，硕士学历；自1987年起进入化肥行业，历任新乡化肥总厂车间技术员、设备科科长；心连心化工有限公司技术中心经理，公司副总经理、常务副总经理等职务，目前任公司董事兼总经理。

截至2017年6月末，公司拥有在职员工5,607人，其中生产人员占75.21%，技术人员占1.98%，销售人员占13.41%，管理人员占9.40%；从文化程度看，公司专科以下学历占9.18%，专科学历占60.94%，本科学历占27.68%，本科以上学历占2.19%；从年龄上看，50岁及以上占2.19%，35~50岁占51.58%，35岁以下占46.23%。

总体看，公司高级管理人员具有较长时间的行业从业经历和丰富的管理经验；员工人员构成符合业务经营需求。

五、管理分析

1. 治理结构

公司为外资企业，根据《中华人民共和国公司法》和其他有关法律法规的规定，建立了较为完善的法人治理结构。公司为独资的有限责任公司，设立董事会、监事会以及总经理、总会计师职位。

公司董事会由9名董事组成，设董事长1人。公司董事会行使决定和批准由总经理提出的重要报告，批准年度财务报表、收支预算、年度利润分配方案等职权。公司董事由投资者委派，每届任期三年，经继续委派可以连任。

公司监事会由3名监事组成，监事的任期为每届三年，任期届满，连选可以连任。设监事会主席1人，由全体监事过半数选举产生。公司监事会行使检查公司财务，监督公司重大生产经营活动，对董事、总经理和其他高级管理人员执行公司职务时的行为进行监督等职权。

公司设总经理1名，直接对董事会负责，执行董事会的各项决定，组织领导公司的日常生产、技术和经营管理工作。总理由董事会聘请，每届任期三年，经董事会聘请可以连任。公司设总会计师1名，由董事会聘请，负责公司的财务会计工作，组织开展全面经济核算，实施经济责任制。公司董事长、副董事长或董事可兼任公司总经理和其他高级职位。

总体看，公司法人治理结构符合法规要求，实际运行情况良好。

2. 管理体制

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在财务管理、经营管理、子公司管理、安全管理和环保管理等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的各个环节。

资金管理方面，公司严格按照《会计法》、《企业会计制度》以及企业会计准则的规定处理会

计事项，制定了《财务管理制度》，对资金管理、资产管理、财务管理体制、财务核算、对外投资管理、成本费用管理、收入和利润分配的管理、财务报告进行了明确的规定。公司为严格财经纪律，加强会计监督，制定了《预算管理办法》，认真编制财务计划指标，规范各种费用开支标准，严格成本管理和考核，有效规范了预算管理和开支审批权限，保证了各项资金的安全运作。

对外担保管理方面，公司制定了《对外担保管理制度》，要求公司对外担保实行统一管理，未经公司董事会批准，任何人无权以公司名义签署对外担保的合同、协议或其他类似的法律文件；对外担保坚持充分理由原则，无充分理由不对外担保；公司为他人提供担保，应当采取反担保等必要的措施防范风险，反担保的提供方应具备实际承担能力；对外担保必须进行严格的风险评估；对外担保必须经董事会或股东大会批准。

经营管理方面，公司制定了一系列有关生产经营的制度以及管理办法，包括《资源规划管理制度》、《安全生产管理制度》、《生产管理制度》、《投资项目管理办法》等，形成了一整套较完整的管理制度体系，有效促进了各项工作的开展。

财务管理方面，公司制订了《财务管理制度》、《预算管理办法》、《投资管理办法》、《分子子公司管理成熟度评价方案》等规定，对控股子公司实施资金管理、预算管理，制定财务预算、年度计划、进行经营分析，并督促和指导控股子公司建立相应的内部控制制度，有效地形成对控股子公司重大业务事项和风险的控制。

安全管理方面，公司制定了《安全生产管理制度》、《安全作业管理制度》、《管理部门基层班组安全活动管理制度》、《巡回检查及设备维护保养制度》、《隐患排查与治理管理制度》、《生产安全事故管理制度》等一系列安全生产的规章制度，明确各级人员的安全生产的职责，使安全生产实现了有章可循，有法可依。公司在生产流程的每一阶段中均制定了完备有效的安全管理制度，以确保员工在安全环境内工作。公司的安全管理系统包括内部安全守则以及有关职业安全的相关的法规。此外，公司成立有生产安全委员会以督导及监察相关职业安全规则、守则及程序的遵守状况。同时公司制订了详细的意外预防及管理制度。

环保管理方面，公司制定了《河南心连心化肥有限公司环境保护管理制度》、《环保监测管理制度》等规章制度，针对生产中产生的废水、废气的排放等均采取了严格有效的治理措施。上述制度和措施使得公司主要污染物排放符合《污水综合排放标准》（GB8978-1996）、《大气污染物综合排放标准》（GB16297-1996）等。

子公司管理方面，公司严格依照有关法律法规对控股子公司进行管理，控股子公司根据《公司法》的要求依法管理和监督经营活动，并结合其实际情况建立健全经营和财务管理制度。公司通过行使股东权力决定公司各控股子公司董事会及主要领导的任命和重要决策，以保证对控股子公司的控制权，有利于公司的各项决策和制度可有效、快速的在子公司中得以贯彻执行，以达到整个公司各项工作的高度统一。具体来说，公司制订了《财务管理制度》、《预算管理办法》、《人力资源管理规定》、《投资管理办法》、《分子子公司管理成熟度评价方案》等规定，对控股子公司实施资金管理、预算管理，制定财务预算、年度计划、进行经营分析，并督促和指导控股子公司建立相应的内部控制制度，有效地形成对控股子公司重大业务事项和风险的控制。

总体看，公司管理制度健全，制定的各项规章制度符合实际需要，有利于公司管控目标的实施。公司整体管理运作情况良好。

六、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；化工产品主要为甲醇，其中化肥产品是公司的主导产品，在公司业务构成中地位突出；甲醇为公司氮肥产品生产过程中的副产品，产能规模较大。

近年来随着公司产能规模的逐步释放，以及由于化肥产品市场行情变动因素影响，近年来公司营业收入呈波动增长态势，2014~2016 年，公司分别实现营业收入 53.65 亿元、60.02 亿元和 57.17 亿元，年均复合增长 3.24%，整体波动幅度相对较小；其中，公司主营业务收入分别为 50.87 亿元、57.93 亿元和 57.18 亿元，与公司营业收入规模变动趋势相符，年均复合增长 6.02%。公司主营业务突出，2014~2016 年，公司主营业务收入分别占各年营业收入的 94.82%、96.53%和 89.96%，其中 2016 年所占比重较上年下降明显，主要系公司依据产品市场需求情况，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所致。

从公司细分产品收入变动及构成看，公司主营业务收入主要包括尿素产品收入、复合肥产品收入和甲醇产品收入，受设备产能释放及产品市场价格持续回落影响，2014~2016，公司尿素产品销售收入呈波动下降态势，分别为 30.05 亿元、32.36 亿元和 29.48 亿元，年均减少 0.95%，尿素产品为公司收入的主要来源，2014~2016 年，该类产品占主营业务收入的比重分别为 59.07%、55.86%和 51.57%，呈逐年下降态势，主要系复合肥、甲醇及其他产品收入规模逐年扩大所致。2014~2016 年，公司复合肥产品销售收入分别为 12.42 亿元、17.64 亿元和 16.63 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 15.70%；其中，2016 年公司复合肥产品销售收入较上年减少 5.71%，主要系产品销售价格下降所致，占公司主营业务收入的比重分别为 24.42%、30.44%和 29.08%。在甲醇产品销售收入方面，由于公司无甲醇储存设备，产品产出后随即立即出售，因此该类产品受市场价格变化影响明显，2014~2016 年，公司该类产品销售收入分别为 6.77 亿元、5.51 亿元和 5.33 亿元，年均减少 11.28%，主要系产品价格持续下降所致，占主营业务收入的比重分别为 13.32%、9.52%和 9.33%。

在毛利率方面，近年来公司尿素产品和复合肥产品的盈利水平大幅波动，2015 年公司尿素产品和复合肥产品毛利率分别为 31.76%和 22.14%，分别较上年大幅提高 12.27 个百分点和 6.53 个百分点，其中尿素产品毛利率上升主要系煤炭价格的持续走低，生产成本的大幅下降所致；复合肥产品毛利率水平上升主要系尿素生产成本大幅下降²，并叠加当年推出“控释复合肥”等新型复合肥产品，使得公司复合肥产品的平均销售价格上升等因素所致。进入 2016 年后，受产品市场价格下降影响，公司尿素及复合肥产品毛利率分别较上年大幅下降 7.87 个百分点和 5.09 个百分点，分别为 23.89%和 17.05%。甲醇方面，2014~2016 年，公司该类产品毛利率分别为 28.48%、13.87%和 16.06%，呈波动下降态势；其中，受国际市场能源价格下降不利因素影响，2015 年公司甲醇产品毛利率较上年下降 14.61 个百分点；进入 2016 年后，国内加大环保治理力度，使得国内部分化工产能关停，导致产品售价阶段性升高，带动公司该类产品毛利率较上年小幅提高 2.19 个百分点。2014~2016 年，公司主营业务毛利率分别为 20.90%、26.29%和 20.67%，整体保持行业较高水平。

表 2 2014~2017 年 6 月公司主营业务收入与毛利率情况（单位：亿元，%）

分类	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年上半年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
尿素	30.05	59.07	19.49	32.36	55.86	31.76	29.48	51.57	23.89	14.54	39.88	27.11
复合肥	12.42	24.42	15.60	17.64	30.44	22.14	16.63	29.08	17.05	11.45	31.40	15.87

² 公司复合肥产品原材料中含尿素、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。

甲醇	6.77	13.32	28.48	5.51	9.52	13.87	5.33	9.33	16.06	3.77	10.34	21.94
其它	1.62	3.19	55.97	2.42	4.18	11.79	5.73	10.03	18.90	6.70	18.37	29.65
合计	50.87	100.00	20.90	57.93	100.00	26.29	57.18	100.00	20.67	36.46	100.00	23.37

资料来源：公司提供

注：其他收入主要来源于液态氨及氨溶液的销售。

2017 年上半年，主要受主要产品价格反弹的带动，公司实现主营业务收入 36.46 亿元，同比增长 21.78%，同期主营业务毛利率为 23.37%，较上年有所上升，主要系尿素价格上升使得其毛利率大幅上升所致。

总体看，尿素产品为公司收入的主要来源，受近年来产品市场供需情况变动影响，公司尿素产品收入规模和盈利水平波动明显，但得益于产品类型较多等有利因素，单一产品的市场行情变动因素对公司整体收入规模所产生的影响程度小；公司主营业务盈利水平波动下降，但仍整体保持行业较高水平。进入 2017 年后，随着尿素产品价格反弹，公司未来盈利水平有望提升。

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。公司选择原材料供应企业有严格的政策。公司根据下列标准选择原材料供应企业：供应企业的声誉；供应企业供应质量符合公司标准的优质原材料的能力；供应企业符合公司的原材料供应规定的的能力。

在采购流程方面，公司采购流程为采购部寻找备选供应商→供应商基本情况调查→供应商管理体系、质量体系考察、评估→产品技术质量标准认定、样品试用、试验、检测→纳入合格供方目录→合同谈判→签订采购合同。公司 1~3 分厂生产原材料为无烟块煤，公司为保证该类原材料的稳定供应，并降低采购成本，与赵固煤矿、山西大宁煤矿、阳城煤矿等周边合作多年的煤矿建立战略合作关系。在该类原材料的具体采购模式方面，公司于每年年初与战略合作企业签订购销框架合同，同时确立采购基础价格，并于每月初依据无烟块煤的市场价格与战略合作企业协商对当月采购价格进行弹性调整。公司 4 分厂生产原材料为粉煤，该类原材料主要采购于神华集团（占比 85%）。新疆公司所使用粉煤均来源于该公司下属的两座煤矿，相关煤矿均毗邻新疆公司，运输条件便利。

在原料运输方面，公司主要通过铁路专用线进行粉煤的运输，在降低运输成本基础上，同时降低气候变化对该类产品运价的影响，该产品运输时间约 24 小时；对于无烟块煤的运输，均采用汽运，运输周期约 3 天。

在安全库存方面，公司为降低由于原材料对资金的占压，并依据良好的业务合作关系和煤炭供需市场状态，将无烟块煤常备库存控制在七天以内，将粉煤库存保持在 15 天以内。

2014~2016 年，公司无烟块煤采购量分别为 127.73 万吨、134.09 万吨和 134.72 万吨，年均复合增长 2.70%，呈小幅增长趋势，主要系公司不断提高生产工艺水平，一、二、三厂相关产品的生产运行状况稳定，检修时间缩短所致。在粉煤采购方面，公司采用洁净煤气化技术生产工艺的四厂和新疆公司生产运行稳定，2014~2016 年公司粉煤采购量基本保持稳定，分别为 86.18 万吨、82.15 万吨和 86.87 万吨，年均复合增长 0.40%。

在采购价格方面，随着近年来煤炭价格持续下跌，公司各类原料煤价格持续下降，2014~2016 年，公司无烟煤和粉煤采购均价年均下降 13.64%和 9.59%，下降幅度明显。受我国煤炭行业供给侧改革影响，自 2016 年三季度起，国内煤炭价格销售均价快速攀升，但受公司前三季度原料煤采购规

模较大因素影响，煤炭采购价格的提升对公司当年整体采购均价的影响程度小。进入 2017 年后，我国煤炭市场采购价格持续保持相对高位，2017 年 1~6 月，公司无烟煤、粉煤采购均价分别达 973.00 元/吨和 700.17 元/吨，均较 2016 年采购均价大幅提高，加大了公司的成本控制压力。

表 3 2014~2017 年 6 月公司尿素生产原材料采购情况（单位：万吨，元/吨）

项目		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年上半年
无烟块煤	采购量	127.73	134.09	134.72	68.99
	采购均价	962.41	824.96	717.84	973.00
粉煤	采购量	86.18	82.15	86.87	39.85
	采购均价	641.00	477.52	523.96	700.17

资料来源：公司提供

在采购结算方面，对于无烟块煤采用滚动付款的模式进行结算，视与具体合作企业的约定，于当月末至下月上旬期间内完成相关货款的给付；对于粉煤的采购，公司均需依据采购计划预付全额货款。在结算手段方面，对于无烟块煤的采购，公司采用承兑汇票结算的规模约占总采购金额的 60%；对于粉煤的采购，需现款结算。

在煤炭供应商集中度方面，随着煤炭供需关系状态的转变，无烟块煤价格逐步下降，公司无烟块煤供应商范围逐渐扩大，使得供应商集中水平逐渐下降。

表 4 2014~2016 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
2014 年	河南焦煤能源有限公司	66.69	6.04	14.15
	神华销售集团华北能源贸易有限公司	71.01	3.84	8.99
	山西华润大宁能源有限公司	26.78	2.40	5.63
	阳城县皇城相府（集团）实业有限公司	22.46	1.79	4.20
	中煤科工物流有限公司	18.31	0.93	2.19
	合计	205.25	15.00	35.16
2015 年	河南焦煤能源有限公司	67.08	5.33	11.51
	阳城县皇城相府（集团）实业有限公司	34.35	2.33	5.04
	北京神华首路销售有限公司	46.31	2.03	4.38
	山西华润大宁能源有限公司	23.60	1.75	3.78
	晋城市聚集能源有限责任公司	14.81	0.65	1.40
	合计	186.15	12.09	26.11
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

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。

2014~2016 年，公司外购电量分别为 14.59 亿千瓦时、12.62 亿千瓦时和 13.01 亿千瓦时，呈波动下降趋势，年均下降 5.57%，主要系公司对已有产能进行技术改造，控制生产能耗所致；其中，2016 年公司外购电量较上年增加 3.09%，主要系新疆公司实现全年生产所致。

在购电支出方面，公司近三年外购电能支出规模分别为 6.15 亿元、6.06 亿元和 6.82 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 5.31%，其中 2016 年购电支出规模较上年大幅增长 12.54%，主要系外购电规模扩大以及化肥企业用电优惠价格的取消，使得公司购电价格由原先的 0.42 元/千瓦时增至 0.48 元/千瓦时所致。

总体看，公司采购流程合理，随着产能的逐步释放，公司原材料的采购规模逐步扩大；近年来煤炭整体价格的下滑，有利于公司生产成本控制，但自 2016 年三季度末，受供给侧改革影响，国内煤炭采购价格大幅攀升，以及我国化肥企业用电优惠价格的取消，使得公司未来成本控制压力明显增大。

3. 生产情况

(1) 尿素产品

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 条尿素生产线。

公司尿素产品均为煤基尿素，该类产品主要生产工艺流程为燃烧产生水煤气，通过脱硫、压缩、变换、脱碳、脱硫、醇化、氨合成等工段，然后在合成氨工段由氮气和氢气反应制取液氨，最后通过尿素工段由液氨与二氧化碳反应生成尿素液，再经过造粒塔冷却成尿素颗粒。公司产品生产过程中所产生的废气、废水及废料等均按照环保要求标准进行处理后排放。

在产能方面，随着 2015 年新疆公司尿素生产线的投运，公司尿素年产能快速扩张，年均复合增长幅度达 11.27%。在产能分布方面，公司新乡生产基地已建成 4 条生产线（分别对应一、二、三、四分厂），年设计产能达 210 万吨，其中前 3 条采用固定床联醇工艺，第 4 条生产线采用洁净煤气化技术生产工艺；新疆分公司生产线同采用洁净煤气化技术生产工艺，该生产线于 2015 年 8 月投料成功，设计产能为 50 万吨。

在产量方面，2014~2016 年，随着公司设计产能的提高，尿素产量规模呈快速扩大态势，分别为 216.11 万吨、247.35 万吨和 287.91 万吨，年均复合增长 15.42%。其中 2016 年公司尿素产量大于设计产能的原因系公司持续进行技术改造，通过工艺优化带动产量的增加。由于公司尿素产品主要销往河南省内，当地农户对公司尿素产品的认可程度高，公司采用以产定销的模式，各条生产线基本保持满负荷生产状态。

在产能利用率方面，2014~2016 年，公司尿素业务产能利用率分别为 102.91%、95.14%和 110.73%，其中 2015 年产能利用率低于 100%，主要系新疆公司生产设备于 2015 年 8 月投运，当年运行时间较短所致。2017 年 1~6 月，公司尿素产量为 119.58 万吨，产能利用率为 91.98%，较 2016 年有所下降，主要系公司根据市场行情调整产品结构所致。

表 5 2014~2017 年 6 月公司尿素生产情况 (单位: 万吨, %)

产品	项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月 ³
尿素	设计产能	210	260	260	130
	实际产量	216.11	247.35	287.91	119.58
	产能利用率	102.91	95.14	110.73	91.98

资料来源: 公司提供

(2) 复合肥产品

公司复合肥产品, 由辖下控股子公司河南农心肥业有限公司和河南手拉手肥业有限公司和新疆公司负责生产。截至 2016 年末, 公司已投运各类复合肥生产线共 12 条, 年生产能力达 185 万吨。

复合肥生产工艺较为简单, 主要为对硫酸氢钾溶液和液态尿素 (以下简称“尿液”) 经喷浆造粒、干燥、粉筛等工艺后形成复核肥料。

在产能方面, 2014~2016 年期间, 随着公司本部及新疆分公司复合肥产能的逐步释放, 公司复合肥产能呈逐年增长态势, 分别为 95 万吨、110 万吨和 185 万吨, 年均复合增长幅度达 39.55%。

在产量方面, 2014~2016 年期间, 公司复合肥产量分别为 64.58 万吨、87.16 万吨和 97.58 万吨, 年均复合增长 22.92%, 呈快速增长态势, 主要系公司加大对该类产品的市场拓展力度, 以致市场份额上升所致。同时, 公司近三年产能均未能饱和, 主要系复合肥销售市场呈现出明显的淡旺季差别, 为迎合复合肥季节性特点, 并减少产品库存对资金的占压, 公司采用以销定产模式进行生产, 即逢销售旺季保持满负荷生产, 适逢淡季只保留较少产量, 以及国内市场复合肥产量过剩, 产品市场竞争较为激烈等因素使得公司复合肥产能开工率较低所致。在产能利用率方面, 2014~2016 年期间, 公司复合肥产能利用率分别为 67.98%、79.24%和 52.75%, 其中 2016 年复合肥产能利用率较上年大幅下降, 主要系年内公司新增两条硝基复合肥生产线, 但未能实现全年有效生产所致。

公司 2017 年 1~6 月, 复合肥产量为 52.91 万吨, 产能利用率为 57.20%, 设备有效利用程度偏低。

表 6 2014~2017 年 6 月公司尿素生产情况 (单位: 万吨, %)

产品	项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
复合肥	设计产能	95.00	110.00	185	92.50
	实际产量	64.58	87.16	97.58	52.91
	产能利用率	67.98	79.24	52.75	57.20

资料来源: 公司提供

(3) 甲醇产品

公司甲醇产品, 均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, 相关甲醇产品的生产, 均由上述生产实体负责生产。

由于甲醇产品为尿素产品的副产品, 在生产工艺方面, 甲醇产品主要生产工艺流程与尿素趋同, 仅在尿素醇化流程之后将粗甲醇进行精馏工艺后产生。

在产能方面, 2014~2016 年, 公司甲醇年产能规模保持 30 万吨。在产品产量方面, 2014~2016 年, 公司甲醇产量分别为 33.67 万吨、34.17 万吨和 34.17, 基本保持稳定。

在产能利用率方面, 2014~2016 年期间, 公司甲醇产能利用率分别为 112.23%、113.90%和 113.90%, 均实现超产, 主要系公司甲醇的设计产能为按照常规尿素生产能获得的甲醇年产量, 公司

³ 公司尿素产品 2017 年 1~6 设计产能=年设计产能/2。公司其他产品 2017 年 1~6 月产能均依此折算。

可以对整体生产系统中甲醇的产量进行调整，提高实际甲醇产量。

表 7 2014~2017 年 6 月公司甲醇生产情况（单位：万吨，%）

产品	项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
甲醇	设计产能	30.00	30.00	30.00	15.00
	实际产量	33.67	34.17	34.17	18.68
	产能利用率	112.23	113.90	113.90	124.53

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司主营业务整体运营稳定，为满足市场需求，公司近年来产能扩张及技术水平的提升速度明显，有利保证于销售规模的扩大和生产成本的控制，促进了市场竞争力的提高。尿素生产设备的产能利用率高，复合肥生产设备受市场需求影响，产能利用率不足。

4. 产品销售

公司的大部分收入来自出售尿素，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。除尿素、复合肥料及甲醇外，公司其他副产品氨溶液及液态氨销售占比不足 2.00%，所占比重小。

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 2016 年末，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 2016 年末，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。

表 8 2014~2016 年公司尿素产品销售区域情况⁴（单位：吨，元/吨，%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	销量	占比	区域价格	销量	占比	区域价格	销量	占比	区域价格
河南	733,353	37.41	1,514	715,145	35.60	1,567	1,087,126	51.73	1,410
江苏	135,895	6.93	1,483	170,681	8.50	1,569	215,528	10.26	1,395
浙江	110,096	5.62	1,521	116,310	5.79	1,582	146,756	6.98	1,476
山东	162,466	8.29	1,532	198,844	9.90	1,547	101,245	4.82	1,432
安徽	139,254	7.10	1,489	155,557	7.74	1,573	101,097	4.81	1,380
黑龙江	146,847	7.49	1,728	140,899	7.01	1,686	79,629	3.79	1,526
湖南	38,812	1.98	1,545	56,125	2.79	1,509	59,886	2.85	1,409
吉林	42,482	2.17	1,581	46,650	2.32	1,620	54,847	2.61	1,498
广东	12,480	0.64	1,530	21,038	1.05	1,620	47,125	2.24	1,420
广西	11,502	0.59	1,546	14,832	0.74	1,620	35,569	1.69	1,465
河北	347,899	17.74	1,483	268,154	13.35	1,520	33,318	1.59	1,395
四川	70	0	1,765	6,906	0.34	1,724	30,490	1.45	1,590
辽宁	14,568	0.74	1,632	15,486	0.77	1,709	24,252	1.15	1,511
云南	5,502	0.28	1,602	9,852	0.49	1,732	23,761	1.13	1,515
湖北	13,377	0.68	1,608	15,309	0.76	1,619	20,381	0.97	1,488

⁴ 未含新疆公司销售数据。

江西	17,122	0.87	1,531	22,004	1.10	1,554	18,972	0.90	1,465
福建	10,206	0.52	1,503	4,023	0.20	1,584	6,130	0.29	1,484
山西	8,089	0.41	1,519	11,496	0.57	1,661	5,617	0.27	1,419
贵州	356	0.02	1,480	1,230	0.06	1,683	5,203	0.25	1,450
内蒙古	7,600	0.39	1,528	16,071	0.80	1,710	2,422	0.12	1,495
陕西	1,005	0.05	1,532	726	0.04	1,750	1,438	0.07	1,485
甘肃	1,578	0.08	1,650	1,441	0.07	1,623	757	0.04	1,496
合计	1,960,560	100	1,527	2,008,777	100	1,574	2,101,549	100	1,395

资料来源：公司提供

在产品销售区域集中度方面，公司产品销售市场主要集中于河南、江苏、黑龙江、安徽、山东等省份，2014~2016 年期间，上述省份产品销售规模分别占当年总销售规模的 67.22%、68.75%和 75.41%，上述省份均为我国农业大省，对于化肥产品的整体需求量大，且基本保持稳定，有利于公司产品产销率的保持。此外，公司主要产品销售区域，主要集中于河南省内及周边省份，一定程度上有利于运输成本以及产品在途时间的控制，有利于公司市场竞争优势的巩固。

在销售模式及配套手段方面，自 2008 年 11 月以来，公司向客户提供营销及土壤测试服务，以协助其营销活动。客户及销售渠道公司向最终用户或分销企业的客户销售肥料产品。公司一般与第三方分销企业签订合同，合同约定第二年独家界定地区销售产品的年度目标数量，产品售价参考当时现行市价。公司在年内与分销企业签订协议，据此，约定销售产品的总数量及售价条款以及付款要求等，经销商须在交付产品前全数付款。公司产品的交付则由公司负责，分销企业则负责支付成本。公司通常要求主要分销企业每年初提交年度销售计划，而公司的销售及营销人员定期监察销售计划的执行情况。公司通过监察分销企业发出订单的频密程度及销量，按过往交易模式，观察是否有异常销售情况。此外，由于公司要求客户在交付产品前预付款项，除次货或受损产品外，无退款或换货政策，该政策将阻止分销企业的客户囤积存货，也可以有效避免经销商产生亏损，有利于公司销售渠道通畅性的稳定保持。

在销售价格方面，近年来受煤炭价格持续下滑的传导以及化肥行业整体产能过剩等不利影响，2014~2016 年，公司尿素产品销售价格持续下降，分别为 1,533.58 元/吨、1,481.22 元/吨和 1,334.46 元/吨，年均复合减少 6.73%；复合肥销售价格分别为 2,058.17 元/吨、2,153.84 元/吨和 1,915.96 元/吨，呈波动下降态势，年均复合减少 3.52%，其中 2015 年产品销售价格较上年提高 4.65 个百分点，主要系公司当年推广如控失尿素、复合肥水溶肥等销售价格相对较高的差异化产品所致。在甲醇销售价格变动方面，受下游市场需求变动及化工行业关停等因素叠加影响，公司该类产品近三年销售平均价格分别为 2,005.25 元/吨、1,617.95 元/吨和 1,848.67 元/吨，呈波动下降态势。

进入 2017 年后，受煤炭销售价格攀升及化肥行业环保限产等因素影响，公司尿素和复合肥产品平均销售价格均明显回升，2017 年 1~6 月，上述产品销售均价分别为 1,614.48 元/吨、1,993.20 元/吨和 2,371.97 元/吨，较上年全年销售均价分别增长 20.98%、4.03%和 28.31%。

表 9 2014~2017 年 6 月公司产品销售价格情况（单位：元/吨，%）

名称	2014 年	2015 年	2016 年	三年年均复合增长	2017 年 1~6 月
尿素	1,533.96	1,481.22	1,334.46	-6.73	1,614.48
复合肥	2,058.17	2,153.84	1,915.96	-3.52	1,993.20
甲醇	2,005.25	1,617.95	1,848.67	-3.98	2,371.97

资料来源：公司提供

在产品产销情况方面,基于尿素产品市场认可程度高,公司对该类采用以产定销模式,2014~2016年,公司该类产品基本实现完全销售,产销率分别为99.46%、99.76%和99.26%;对于复合肥产品,由于该类产品的市场需求具备明显的季节性差异,为迎合复合肥季节性特点,并减少产品库存对资金的占压,公司采用以销定产模式进行生产,即逢销售旺季保持满负荷生产,适逢淡季,只保留较少产量,以保持较高的产销率,降低存货对公司资金的占压,该类产品近三年产销率分别为93.73%、94.09%和96.84%;对于甲醇产品,由于该类产品为尿素产品生产过程中的副产品,公司可采尿素产品生产过程中对相关设备进行调节,对该类产品的产量进行控制,加之公司目前无该类产品的储存设备,公司在该类产品生产过程中充分考虑订单情况,采取以销定产的形式进行生产,该类产品近三年产销率分别为100.30%、99.74和98.77%。

表 10 2014~2016 年公司主要产品销售情况 (单位:万吨, %)

产品	2014 年			2015 年			2016 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
尿素	216.11	214.84	99.46	247.35	246.75	99.76	287.91	285.77	99.26
复合肥	64.58	60.53	93.73	87.16	82.01	94.09	97.58	94.50	96.84
甲醇	33.67	33.77	100.30	34.17	34.08	99.74	34.17	33.75	98.77

资料来源:公司提供

在销售结算方面,由于公司各类产品的市场认可程度高,交易优势地位明显,因此公司在产品销售过程中具备很强的议价能力,公司尿素产品和甲醇产品均需客户交付采购预付款,同时公司仅接受现金或现汇结算,原则上不接受票据结算;对于复合肥产品,由于该产品市场门槛较低,市场竞争激烈,加之目前部分高端复合肥产品尚处于市场导入期,该类产品销售结算较为宽松,在付款方式、回款期限等方面均能依据下游客户的实际状况给予一定的优惠政策。

在客户集中度方面,2014~2016年,公司前五大客户集中度分别为15.96%、15.79%和6.65%,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 11 2014~2016 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
2014 年	中化化肥有限公司	尿素	27,430.12	5.11
	黑龙江北大荒农垦集团农业生产资料有限公司	尿素	18,167.36	3.39
	安徽辉隆集团农资连锁有限责任公司	尿素	16,171.29	3.01
	东明玉皇金宇化工有限公司	甲醇	12,551.46	2.34
	以太天和(北京)贸易有限公司	尿素	11,311.00	2.11
	合计	--	85,631.23	15.96
2015 年	中化化肥有限公司	尿素	26,922.76	4.84
	安徽辉隆集团农资连锁有限责任公司	尿素	19,596.13	3.53
	黑龙江北大荒农垦集团农业生产资料有限公司	尿素	16,425.96	2.96
	东明玉皇金宇化工有限公司	甲醇	15,878.01	2.86
	中农集团控股股份有限公司	尿素	8,879.65	1.60
	合计	--	87,702.51	15.79
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

资料来源：公司提供

总体看，公司产品销售市场主要集中于河南省及周边农业大省，相关产品的市场认可程度高，市场竞争优势和市场地位优势明显，客户集中风险低；公司依据相关产品的市场需求状况，制定了合理的销售模式，保持了良好的产品产销水平，有利于市场竞争力和收入规模的稳定保持，并降低产品库存对资金的占压。

5. 经营效率

2014~2016 年期间，公司应收账款周转次数分别为 241.49 次、119.98 次和 84.00 次，呈持续下降态势，主要系公司对高端复合肥产品进行积极的市场导入，为提高该类产品的市场竞争实力，对下游客户予以一定的回款账期所致；存货周转次数分别为 14.16 次、11.17 次和 10.44 次，持续下降，其中，2015 年该指标较上年大幅下降的原因主要为公司依据产品短期的排产情况进行煤炭储备，当年末存煤炭库存规模较大；公司总资产周转次数分别为 0.65 次、0.58 次和 0.53 次，逐年下降，其中，2015 年较上年下降幅度较为明显，主要系新疆公司于当年成立，产能未完全释放所致。

从化肥行业上市公司比较情况看，公司存货周转效率处于行业高水平，应收账款周转效率和总资产周转效率均处于行业较高水平。

表 12 2016 年同类上市公司经营效率指标情况（单位：次）

证券代码	证券/公司简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
000912.SZ	泸天化	7.04	281.35	0.38
600227.SH	赤天化	5.29	6.97	0.39
000830.SZ	鲁西化工	6.09	193.91	0.46
000422.SZ	湖北宜化	3.39	30.36	0.38
--	心连心化肥	10.44	84.00	0.53

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，近三年，受公司对高端复合肥产品进行积极的市场导入而放宽账期以及新增产能未及时释放等因素的影响，公司经营效率有所下降，但仍处于较高水平。

6. 重要投资

截至 2017 年 6 月末，公司投资项目包括新疆项目、新疆二期三胺项目、江西生产基地尿素、复合肥及配套码头项目，计划投资规模为 86.20 亿元，已完成投资 30.44 亿元，待投资规模 55.76 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矾山工业园区内，基地整体投资规模合计 48.34 亿元，尿素产品设计产能为 50 万吨，复合肥产能 30 万吨，并建设配套码头，提高运输便利程度，但由于相关投资规模大，使得公司需面临较大的外部融资压力。

表 13 截至 2017 年 6 月末公司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		截至 2017 年 6 月末已投资金 额	计划投资金额		
			贷款	自筹		2017 年下 半年	2018 年	2019 年
新疆项目	新疆 28-48 项目	27.54	14.50	13.04	29.98	0.94	1.70	0.62
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	0.42	2.28	2.80	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	0.00	0.04	0.64	0.66	0.00
江西尿素	江西基地年产 50 万吨尿素项目	41.00	16.00	25.00	0.00	1.00	18.38	13.12
江西码头	--	6.00	0.00	6.00	0.00	0.08	1.68	0.32
合计	--	86.20	30.50	55.70	30.44	4.94	25.79	14.46

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。

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，近年来我国尿素、复合化肥行业产能过剩局面严重，加之国内上述行业新建项目仍不断投入，产能退出规模相对较小，国内市场需求增长空间狭小，产能利用率持续下降，我国化肥市场持续十多年的慢牛走势已经结束，迎来调整期，期间化肥价格虽可能有所反复，但市场总体低迷，该状况可能将对公司的盈利能力产生不利影响。公司目前复合肥产能利用率偏低。

（2）行业周期性风险

公司化肥业务属于强周期性行业。市场需求受经济周期影响波动较大，近年来，尿素和复合肥产品价格持续低迷。如未来化肥行业景气度持续保持低迷态势，将对公司经营造成不利影响。

（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、甲醇等有毒有害及易燃易爆物质，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，煤炭整体供应价格短期内保持上涨趋势，若未来煤炭采购价格持续上升，则将对公司整体的盈利能力产生不利影响。

8. 未来发展

在未来发展方面，公司将坚持“产品领先”理念，加大技术创新、产品创新、营销创新、服务创新的力度，通过国家氮肥工业研究中心，提升自主研发能力，积极适应国家供给侧改革的新要求。同时，公司未来将继续强化市场理念，进一步转变经营方式，促使公司逐步转变成为以市场为中心，创新为驱动的现代化企业。

在未来发展具体措施方面，公司将生产技术、产品升级以及能源管控作为未来发展的重点工作，其中在生产技术升级改造方面，公司将维持目前稳定生产的基础上，继续对现有生产工艺环节进行深度优化，进一步提升现有设备的差能利用能力；在产品升级方面，公司将继续加大新产品的研发力度，与中科院合作进行新一代控失尿素的研发，在增产效果、肥效周期以及绿色环保等方面，进一步提高产品品质。此外，公司为进一步满足客户对产品多元化的需求，未来将进一步加深与中科院、农科院等科研院所联合，对添加微量元素的氮肥、复合肥以及车用尿素等系列新产品进行研发。

总体看，作为国内最大的单体尿素产品生产企业，公司发展战略清晰，重视新产品的开发，并通过新技术成果的转化，确保自身的行业市场竞争地位。公司相关经营思路稳健务实，随着未来的产业转型和产品结构调整，公司市场竞争力将不断增长，行业地位将进一步巩固和增强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2015 年度合并财务报表，经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2016 年合并财务报表经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年出具的均为标准无保留审计意见，2017 年半年度财务报表未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定编制。2014~2016 年，公司合并范围无变动，财务数据可比性强。

公司 2016 年审计报告依据会计准则，对于增值税待抵扣金额，根据其流动性，在资产负债表中的“其他流动资产”项目或“其他非流动资产”项目列示。基于此，审计报告对 2014 年期末数据调增其他流动资产 3.00 亿元，调增应交税费 3.00 亿元，调增其他非流动负债 366.69 万元，调减预计负债 366.69 万元，所涉及调整对公司整体资产规模与结构变动影响较小。

截至 2016 年末，公司合并资产总额 111.81 亿元，负债合计 71.04 亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.76 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 38.26 亿元。2016 年，公司实现营业收入 59.30 亿元，净利润（含少数股东损益）1.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.17 亿元；公司经营活动现金流量净额 6.80 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.30 亿元。

截至 2017 年 6 月末，公司合并资产总额 116.01 亿元，负债合计 75.17 亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.84 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 38.10 亿元。2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 38.52 亿元，净利润（含少数股东损益）2.03 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.90 亿元；公司经营活动现金流量净额 4.38 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.76 亿元。

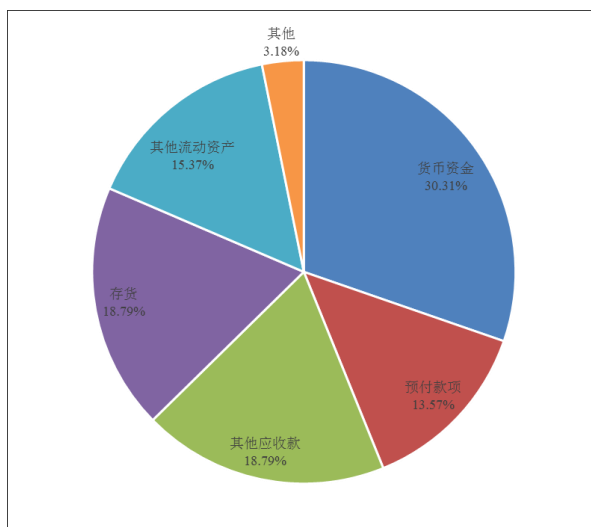
2. 资产质量

2014~2016 年，公司合并资产规模分别为 95.37 亿元、110.49 亿元和 111.81 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 8.27%，主要系非流动资产增长所致。截至 2016 年末，公司流动资产占 21.43%，非流动资产占 78.57%；公司非流动资产占比较高，符合行业特征。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产合计分别为 21.30 亿元、25.89 亿元和 23.96 亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长 6.05%，主要系其他应收款、存货和其他流动资产等增长所致。截至 2016 年末，公司流动资产以货币资金（占 30.31%）、预付款项（占 13.57%）、其他应收款（占 18.79%）、存货（占 18.79%）和其他流动资产为主（占 15.37%），如下图所示。

图 4 截至 2016 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金分别为 11.21 亿元、9.57 亿元和 7.26 亿元，呈持续下降趋势，年均复合下降 19.51%。截至 2016 年末，公司货币资金较年初减少 24.09%，主要系公司票据到期导致其他货币资金减少所致；公司货币资金主要由银行存款（占 40.04%）和其他货币资金（占 54.94%）构成，其中其他货币资金 3.99 亿元，全部使用受限，主要含银行承兑汇票保证金、内保外贷保证金和质押中的定期存单等，受限比例较高。

2014~2016 年，公司预付款项分别为 2.42 亿元、2.09 亿元和 3.25 亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长 15.97%，主要系预付粉煤等材料款变化所致。截至 2016 年末，公司预付款项欠款方前 5 名合计金额 1.06 亿元，占总额比重为 32.57%，集中度较高，账期全部为 1 年以内。

2014~2016 年，公司其他应收款分别为 0.90 亿元、4.86 亿元和 4.50 亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长 124.20%。截至 2015 年底，公司其他应收账款较年初大幅增长 4.43 倍，主要系新增应收母公司中国心连心往来款 2.95 亿元所致，该部分借款为中国心连心因自身资金周转、偿还债务需要从公司借款，公司对于上述借款履行了内部关联交易决策程序，经公司董事会同意，不收取资金占用费，借款期限三年，属偶然发生款项，此前亦从未发生过，主要用于偿还母公司的海外借款。截至 2016 年末，公司其他应收款较年初下降 7.44%，主要系收购新乡县润诚贸易有限公司贸易款交易完成，保证金结转所致；公司其他应收款账龄主要集中在 1 年以内（占 97.86%），且占总额比例较大的欠款方主要为中国心连心（占 65.54%）和新疆亚中（集团）有限公司玛纳斯分公司（占 11.04%），款项性质分别为借款和购房预付款，公司其他应收款回收风险较低，但形成一定程度资金占用，公司未对其他应收款计提坏账准备。

2014~2016 年，公司存货分别为 3.41 亿元、4.56 亿元和 4.50 亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长 14.97%。截至 2015 年底，公司存货较年初明显增长 33.82%，主要系新疆生产线投产并逐渐达产达标，相应原料备货及产成品增加所致；截至 2016 年末，公司存货较年初下降 1.22%，主要系库存商品和原材料减少所致，变动较小；公司存货由原材料（占 55.78%）、库存商品（占 41.56%）和生产成本（占 2.66%）构成；公司未对存货计提跌价准备，由于 2017 年以来，公司主要产品价格上涨趋势明显，公司存货跌价风险小。

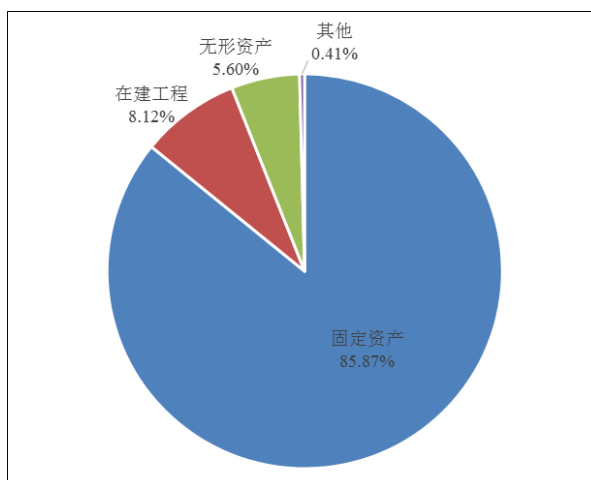
2014~2016 年，公司其他流动资产分别为 3.00 亿元、4.14 亿元和 3.68 亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长 10.86%。截至 2016 年末，公司其他流动资产较年初下降 10.95%，主要系增值税进项

税留底金额逐渐抵扣所致。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产合计分别为 74.07 亿元、84.60 亿元和 87.85 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 8.90%，主要系固定资产和无形资产增长所致。截至 2016 年末，公司非流动资产以固定资产（占 85.87%）、在建工程（占 8.12%）和无形资产（占 5.60%）为主。

图 5 截至 2016 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

随着在建项目的逐步转固，公司固定资产逐年快速增长，2014~2016 年，公司固定资产分别为 47.25 亿元、71.11 亿元和 75.43 亿元，年均复合增长 26.35%。截至 2016 年末，公司固定资产主要由机器设备（占 69.53%）、房屋建筑物（占 13.14%）和构筑物及其他辅助设施（占 14.16%）等构成；公司固定资产成新率为 76.92%，成新率较高。

2014~2016 年，公司在建工程分别为 24.12 亿元、10.20 亿元和 7.14 亿元，呈逐年减少趋势，年均复合减少 45.61%，主要系新疆生产基地逐步转固所致。截至 2016 年末，公司在建工程主要由尚未交付的新疆生产基地工程构成。

2014~2016 年，公司无形资产分别为 2.39 亿元、2.95 亿元和 4.92 亿元，呈逐年增加趋势，年均复合增长 43.51%，主要系土地使用权增加所致。截至 2016 年末，公司无形资产主要由土地使用权（78.46%）、采矿权（19.45%）等构成。

截至 2016 年末，公司受限资产共 6.10 亿元，包括受限货币资金 4.11 亿元，主要用于办理银行承兑及内保外贷业务的保证金；受限固定资产 1.99 亿元，用于上海君信租赁公司融资租赁借款 1.8 亿元的抵押。

截至 2017 年 6 月末，公司合并资产总额 116.01 亿元，较年初微幅增长 3.76%；流动资产和非流动资产占比分别为 23.12%和 76.88%，流动资产占比较年初提高 1.69 个百分点，公司资产仍以非流动资产为主。

总体看，公司资产规模较大，货币资金充足，但其他应收款形成一定资金占用；公司工程项目建设不断推进并逐步完工结转，固定资产逐年显著增长，公司资产整体质量较好。

3. 负债及所有者权益

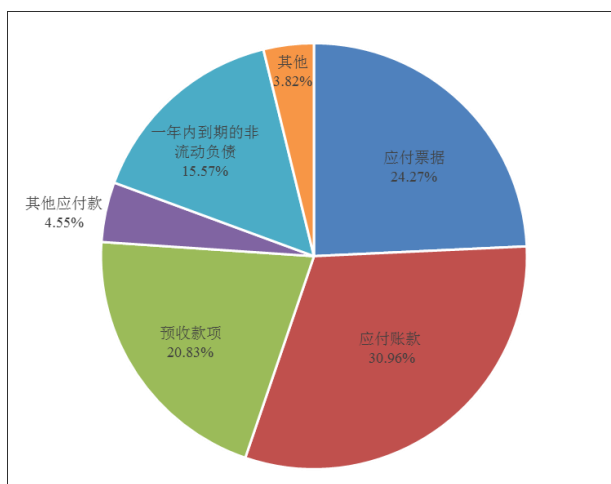
2014~2016 年，公司负债合计分别为 63.61 亿元、74.37 亿元和 71.04 亿元，呈波动增长趋势，

年均复合增长 5.68%，主要非流动负债增长所致。截至 2016 年末，公司负债中流动负债和非流动负债分别占 37.75%和 62.25%，非流动负债占比较高。

流动负债

2014~2016 年，公司流动负债合计分别为 31.98 亿元、29.38 亿元和 26.82 亿元，呈持续下降趋势，年均复合减少 8.42%，主要系短期借款、应付票据减少所致。截至 2016 年末，公司流动负债以应付票据（占 24.27%）、应付账款（占 30.96%）、预收款项（占 20.83%）、其他应付款（占 4.55%）和一年内到期的非流动负债（占 15.57%）为主（如下图所示）。

图 6 截至 2016 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司短期借款分别为 9.00 亿元、5.33 亿元和 0 元，呈持续快速下降趋势。近三年，公司短期借款全部为信用借款。截至 2016 年末，公司无短期借款。

2014~2016 年，公司应付票据分别为 8.99 亿元、9.87 亿元和 6.51 亿元，呈波动下降的趋势，年均复合减少 14.90%，全部为未到期的银行承兑汇票。截至 2016 年末，公司应付票据较年初减少 34.08%，主要系年末部分应付票据到期兑付所致。

2014~2016 年，公司应付账款分别为 8.18 亿元、8.39 亿元和 8.30 亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长 0.77%，变动不大。截至 2016 年末，公司应付账款较年初小幅下降 1.07%，主要系应付工程款减少所致。

2014~2016 年，公司预收款项分别为 4.90 亿元、3.81 亿元和 5.59 亿元，呈波动增长的趋势，年均复合增长 6.83%。公司预收款项主要为预收货款，其变动主要系各年末时点，公司氮肥产品交易规模变化所致。截至 2016 年末，公司预收款项为 5.59 亿元，较年初增长 46.51%，主要系预收货款增加所致。

2014~2016 年，公司其他应付款分别为 0.56 亿元、1.04 亿元和 1.22 亿元，呈持续增长趋势，年均复合增长 47.19%。截至 2016 年末，公司应付账款较年初增长 17.34%，主要系往来款增加所致。

2014~2015 年，公司无一年内到期的非流动负债；截至 2016 年末，公司将一年内到期的债券和银行借款转入合计为 4.18 亿元。

非流动负债

2014~2016 年，公司非流动负债合计分别为 31.63 亿元、44.99 亿元和 44.22 亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长 18.24%，主要系长期借款和应付债券增长所致。截至 2016 年末，公司非流动

负债以长期借款（占 86.37%）和应付债券（占 13.57%）为主。

2014~2016 年，公司长期借款分别为 29.14 亿元、36.40 亿元和 38.20 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 14.49%。截至 2016 年底，公司长期借款中担保借款占 38.62%，信用借款占 56.72%，剩余为抵押贷款占 4.66%，以信用借款和担保借款为主。

2014~2016 年，公司应付债券分别为 2.00 亿元、8.00 亿元和 6.00 亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长 73.21%。截至 2016 年末，公司应付债券较年初下降 25.00%，主要系公司将 2.00 亿元 1 年内到期的私募债券转入一年内到期的非流动负债所致；公司存量债券包括银行间私募债券“15 心连心 MNT001”、“15 心连心 PPN001”⁵。

2014~2016 年，公司全部债务分别为 49.13 亿元、59.61 亿元和 54.88 亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长 5.69%。截至 2016 年末，公司短期债务和长期债务分别占 19.47%和 80.53%，长期债务占比较年初提高 6.04 个百分点，主要系短期借款全部偿还所致。截至 2016 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.54%、57.38%和 52.02%，分别较年初下降 3.77 个百分点、4.89 个百分点和 3.12 个百分点。截至 2016 年末，公司全部债务（除应付票据）期限结构较为分散，仅 2018 年当年应偿还债务总额占 48.71%，压力相对较大。公司因产能扩张融资需求较多，债务规模逐年增长，债务负担较重。

表 14 截至 2016 年末公司全部债务偿还期限情况（单位：亿元，%）

到期时间	到期需偿还额度	占比
2017 年	10.68	19.47
2018 年	26.73	48.71
2019~2021	17.47	31.83
合计	54.88	100.00

数据来源：公司提供

注：公司提供全部债务期限数据不包含应付票据部分

截至 2017 年 6 月末，公司负债合计 75.17 亿元，较年初增长 5.80%；流动负债和非流动负债分别占比 55.20%和 44.80%，流动负债占比较年初大幅上升 17.45 个百分点，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致，公司负债转变为以流动负债为主。截至 2017 年 6 月末，公司全部债务 61.35 亿元，短期债务和长期债务分别占比 45.34%和 54.66%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.79%、60.03%和 45.09%，债务负担较年初有所上升。

总体看，公司因产能扩张所需加大融资力度，负债逐年增长，债务负担较重。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益分别为 31.76 亿元、36.12 亿元和 40.76 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 13.21%，主要系股本和未分配利润增长所致。截至 2016 年末，公司所有者权益合计较年初增长 12.85%，主要系 2016 年公司股东中国心连心缴纳资本 1.06 亿元及资本公积增加所致。截至 2016 年末，公司归属于母公司所有者权益为 38.26 亿元，其中股本占比 37.80%，资本公积占比 2.61%，盈余公积占比 7.58%，未分配利润占比 52.01%，公司所有者权益稳定性较弱。2016 年，公司新增少数股东权益 2.50 亿元，系建设银行向公司发行的 4.5 亿元股权投资类理财产品，通过专项资产管理计划，其中 3.5 亿元通过股权投资形式对新疆心连心进行增资扩股，1 亿元采用股东借款方式对新疆心连心进行债权投资。因此，4.5 亿元中 2.5 亿元计入少数股东权益科目，1 亿元计入资本

⁵ 15 心连心 PPN001，起息日 2015 年 3 月 31 日，兑付日 2018 年 3 月 31 日，发行规模 3 亿元，票面利率 7.20%。15 心连心 MNT001，起息日为 2015 年 8 月 5 日，兑付日为 2018 年 8 月 5 日，发行规模 3 亿元，票面利率 6.18%。

公积，1 亿元计入长期借款科目。

截至 2017 年 6 月末，公司所有者权益 40.84 亿元，较年初微幅增长 0.20%；公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占比 93.27%，归属于母公司所有者权益中股本占比 37.97%，资本公积占比 2.31%，盈余公积占比 7.61%，未分配利润占比 52.11%，公司所有者权益稳定性仍较弱。

总体看，公司所有者权益以未分配利润为主，所有者权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入分别为 53.65 亿元、60.02 亿元和 59.30 亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长 5.13%，主要系近年来随着公司产能规模的逐步释放，以及由于化肥产品市场行情变动因素影响所致；其中，2016 年营业收入较上年相比基本保持稳定，表明销售规模的扩大一定程度上缓解单位产品价格下降对公司收入规模带来的不利影响。2014~2016 年，公司营业成本分别为 42.70 亿元、44.48 亿元和 47.32 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 5.27%。近三年，公司净利润分别为 2.65 亿元、4.41 亿元和 1.15 亿元，年均复合下降 34.19%，2016 年净利润规模同比下降 73.93%，主要系产销规模扩大导致的营业成本和期间费用同比大幅增长所致；归属于母公司所有者的净利润占当期净利润的比重分别为 101.53%、100.12%和 102.24%。

2014~2016 年，公司未发生资产减值损失、公允价值变动收益或者投资收益。2014~2016 年，公司各年营业外收入占利润总额比例分别为 4.06%、7.36%和 74.32%，2016 年公司实现营业外收入 1.03 亿元，主要系公司收到政府补助收入增加所致，当期公司盈利对政府补助依赖性大幅提高。2016 年政府补贴主要为公租房建设补贴 0.29 亿元和环保治理专项资金 0.10 亿元，持续性较弱。

从期间费用方面来看，2014~2016 年，公司期间费用分别为 7.83 亿元、10.47 亿元和 11.49 亿元，年均复合增长 21.16%，期间费用增长主要系销售费用和财务费用增长所致。2016 年，公司销售费用、管理费用和财务费用占期间费用比例分别为 38.26%、39.52%和 22.22%，销售费用占比逐年提高。近三年，公司销售费用逐年大幅增长，年均复合增长 49.87%，主要系加大对复合肥产品的市场开拓力度所致；公司管理费用波动中有所增长，年均复合增长 8.48%，主要系控释肥等氮肥新产品研发投入规模扩大所致；公司财务费用逐年增长，年均复合增长 12.65%，主要系债务规模增长引起利息增加所致。近三年，公司费用收入比率分别为 14.59%、17.44%和 19.37%，呈逐年上升趋势，费用控制能力有待提高，对利润形成一定侵蚀。

从盈利指标看，2016 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.92%、3.59%和 2.99%，较上年分别下降 3.56 个百分点、3.58 个百分点和 9.99 个百分点，较 2014 年分别下降 2.58 个百分点、2.67 个百分点和 5.71 个百分点，盈利能力下降明显。

2017 年 1~6 月，公司营业收入 38.52 亿元，较上年同期增长 21.78%，净利润 2.03 亿元，费用收入比为 16.73%。

总体看，公司营业收入波动增长，净利润波动下降；期间费用呈增长趋势，费用控制能力有待提高；盈利指标下降至较低水平，整体盈利能力下滑明显，2016 年公司利润对营业外收入依赖较大。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2014~2016 年，公司经营活动现金流入分别为 55.92 亿元、62.20 亿元和 69.98 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 11.87%，主要系预收款项增加 1.70 亿元以及 2015 年下半年化肥免税政策取消导致的销项税增加 5.24 亿元所致；其中，销售商品、提供劳务收到的现金近三年占比均在 99%以上。近三年，公司经营活动现金流出分别为 43.78 亿元、54.04 亿元和 63.18 亿

元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 20.13%；其中，购买商品、接受劳务支付的现金近三年占比分别为 78.25%、76.72%和 79.67%。综合以上因素，近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 12.14 亿元、8.16 亿元和 6.80 亿元，净流入规模持续下降，年均复合减少 25.15%。2014~2016 年，公司现金收入比分别为 104.00%、103.35%和 117.40%，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2014~2016 年，公司投资活动现金流入分别为 0.01 亿元、0.02 亿元和 0.03 亿元，规模很小；公司投资活动现金流出分别为 16.55 亿元、16.57 亿元和 8.59 亿元，年均复合下降 27.94%，主要系资本性投资支出变动影响所致。2014~2016 年，公司投资活动产生的现金净流量分别为-16.55 亿元、-16.55 亿元和-8.57 亿元。

近三年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-4.41 亿元、-8.39 亿元和-1.77 亿元，经营活动产生的现金流量不能满足投资活动，公司有一定规模的对外融资需求。

从筹资活动来看，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入分别为 23.98 亿元、25.58 亿元和 24.18 亿元，年均复合增长 0.42%；其中，取得借款所收到的现金近三年占比分别为 99.31%、99.06%和 80.52%。近三年，公司筹资活动现金流量净额分别为 6.26 亿元、6.82 亿元和-0.52 亿元，净流入规模呈波动减少趋势，主要系债务存量规模较大，还本付息较多所致。

2017 年 1~6 月，公司经营活动现金流量净额 4.38 亿元，投资活动现金流量净额-5.04 亿元，筹资活动现金流量净额 2.44 亿元，现金及现金等价物净增加额为 1.76 亿元。

整体看，公司经营活动回笼现金的能力较好，但由于公司产能扩张，项目建设投入不断增加，公司经营活动产生的现金流不能够满足产能扩张与投资需求，公司有一定的对外筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2014~2016 年，公司流动比率分别为 0.67 倍、0.88 倍和 0.89 倍，速动比率分别为 0.56 倍、0.73 倍和 0.73 倍，流动比率和速动比率有所上升，公司系生产型企业，非流动资产占比较大，且公司存货与应收账款规模控制较好，故流动比率和速动比率偏低。近三年，公司现金短期债务比分别为 0.63 倍、0.63 倍和 0.68 倍，保护程度尚可。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 8.50 亿元、11.30 亿元和 9.30 亿元，其变动主要系利润总额和折旧变动所致。近三年，公司利润总额占 EBITDA 比例分别为 37.10%、45.77%和 14.86%，折旧占 EBITDA 比例分别为 38.12%、34.07%和 56.05%。2014~2016 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 3.84 倍、3.83 倍和 3.42 倍，对利息保障程度较高；EBITDA 全部债务比分别为 0.17 倍、0.19 倍和 0.17 倍，对债务保障程度尚可。公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年 6 月末，公司无对外担保事项。

截至 2017 年 6 月末，公司无可能对公司财务状况、经营成果、业务活动、未来前景等产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

截至 2017 年 6 月末，公司已经取得的银行授信总额为 90.55 亿元，其中已用授信额度 52.77 亿元。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2017 年 8 月 9 日，公司无未结清不良信贷信息，已结清的信贷有一笔欠息，原因为公司向光大银行的一笔借款，合同约定按季付息，应于 2017 年 3 月 21 日支付一季度利息，但由于银行出纳操作原因，未足额将利息划至光大银行开立的一般户，导致余额不足，造成欠息，已于 2017 年 3 月 22 日将利息补存结清。

总体看，公司现金类资产相对充足，盈利水平较高，公司整体偿债能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2017 年 6 月末，公司全部债务总额为 61.35 亿元，本次拟发行债券规模为 14.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度尚可，对公司债务规模有一定影响。假设本次募集资金净额为 14.00 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.58%、64.85%和 53.79%，债务负担有所加重。

本期拟发行债券规模为 5.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度适中，对公司债务规模影响不大。假设本期募集资金净额为 5.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.25%、61.90%和 48.55%，债务负担有所加重。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2016 年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 69.98 亿元，对本次债券发行额度（14.00 亿元）的保护倍数为 5.00 倍，经营活动产生的现金流入量对本次债券保护程度较高；经营活动现金流量净额为 6.80 亿元，对本次债券发行额度（14.00 亿元）的保护倍数为 0.49 倍，经营活动产生的现金流量净额对本次债券保护程度较高；公司 2016 年 EBITDA 为 9.30 亿元，对本次债券发行额度（14.00 亿元）的保护倍数为 0.66 倍，公司 EBITDA 对本次债券的保护程度较高。

以 2016 年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 69.98 亿元，对本期债券发行额度（5.00 亿元）的保护倍数为 14.00 倍，经营活动产生的现金流入量对本期债券保护程度较高；经营活动现金流量净额为 6.80 亿元，对本期债券发行额度（5.00 亿元）的保护倍数为 1.36 倍，经营活动产生的现金流量净额对本期债券保护程度较高；公司 2016 年 EBITDA 为 9.30 亿元，对本期债券发行额度（5.00 亿元）的保护倍数为 1.86 倍，公司 EBITDA 对本期债券的保护程度较高。

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，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、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、设备产能、工艺技术水平及经营稳定性等方面具备优势；同时，联合评级也关注到尿素、复合肥行业竞争激烈，产品价格下降以及公司债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着新疆公司优势产能的逐步释放，公司业务布局更趋合理，成本优势、原材料保障水平将明显增强。此外，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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

```

graph TD
    A[股东大会] --> B[股东大会]
    A --> C[股东大会]
    A --> D[股东大会]
    A --> E[股东大会]
    A --> F[股东大会]
    A --> G[总经理]
    A --> H[副总经理]
    A --> I[副总经理]
    A --> J[副总经理]
    A --> K[副总经理]
    A --> L[副总经理]
    A --> M[党委副书记]
    A --> N[工会主席]
    A --> O[总经理助理]
    A --> P[总经理助理]
    G --> Q[财务管理中心]
    G --> R[审计监察部]
    G --> S[总经理办公室]
    H --> T[技术中心]
    I --> U[采购中心]
    J --> V[销售公司]
    J --> W[化工产品销售部]
    K --> X[生产管理中心]
    K --> Y[新乡氮肥分厂]
    L --> Z[规划投资部]
    L --> AA[物流中心]
    M --> AB[新乡复合肥分公司]
    N --> AC[企业管理中心]
    N --> AD[信息化管理部]
    O --> AE[江西化肥公司]
    P --> AF[行政管理]
    P --> AG[营销中心]
    P --> AH[新疆化肥公司]
  
```

附件 2 河南心连心化肥有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
资产总额（亿元）	95.37	110.49	111.81	116.01
所有者权益（亿元）	31.76	36.12	40.76	40.84
短期债务（亿元）	17.99	15.20	10.68	27.82
长期债务（亿元）	31.14	44.40	44.20	33.54
全部债务（亿元）	49.13	59.61	54.88	61.35
营业收入（亿元）	53.65	60.02	59.30	38.52
净利润（亿元）	2.65	4.41	1.15	2.03
EBITDA（亿元）	8.50	11.30	9.30	--
经营性净现金流（亿元）	12.14	8.16	6.80	4.38
应收账款周转次数（次）	241.49	119.98	84.00	--
存货周转次数（次）	14.16	11.17	10.44	--
总资产周转次数（次）	0.65	0.58	0.53	0.34
现金收入比率（%）	104.00	103.35	117.40	108.76
总资产收益率（%）	6.50	7.48	3.92	2.05
总资产报酬率（%）	6.26	7.16	3.59	2.09
净资产收益率（%）	8.70	12.98	2.99	4.97
营业利润率（%）	20.31	25.78	20.06	23.05
费用收入比（%）	14.59	17.44	19.37	16.73
资产负债率（%）	66.69	67.31	63.54	64.79
全部债务资本化比率（%）	60.70	62.27	57.38	60.03
长期债务资本化比率（%）	49.47	55.14	52.02	45.09
EBITDA 利息倍数（倍）	3.84	3.83	3.42	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.19	0.17	--
流动比率（倍）	0.67	0.88	0.89	0.65
速动比率（倍）	0.56	0.73	0.73	0.53
现金短期债务比（倍）	0.63	0.63	0.68	0.33
经营现金流动负债比率（%）	37.96	27.78	25.36	10.56
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.61	0.81	0.66	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.70	2.26	1.86	--

注：2017 年半年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级。

**联合信用评级有限公司关于
河南心连心化肥有限公司
2017 年面向合格投资者公开发行公司债券
(第一期) 的跟踪评级安排**

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年河南心连心化肥有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

河南心连心化肥有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。河南心连心化肥有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注河南心连心化肥有限公司的相关状况，如发现河南心连心化肥有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如河南心连心化肥有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至河南心连心化肥有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送河南心连心化肥有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一七年八月二十八日