

信用等级公告

联合[2014] 1612 号

联合资信评估有限公司通过对河南心连心化肥有限公司及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的信用状况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

河南心连心化肥有限公司
2015 年度第一期中期票据的信用等级为
AA

特此公告。



河南心连心化肥有限公司

2015 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 3 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

发行目的: 用于项目建设、补充营运资金、偿还
银行借款

评级时间: 2014 年 9 月 17 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 6 月
资产总额(亿元)	41.16	50.69	70.79	82.55
所有者权益(亿元)	20.83	23.90	29.11	29.94
长期债务(亿元)	10.67	17.01	28.38	34.65
全部债务(亿元)	16.08	21.88	34.47	44.13
营业收入(亿元)	37.48	40.01	40.00	25.06
利润总额(亿元)	2.60	3.85	3.34	0.99
EBITDA(亿元)	5.17	6.55	6.14	--
经营性净现金流(亿元)	2.74	8.03	9.66	4.31
营业利润率(%)	13.77	21.66	22.33	17.95
净资产收益率(%)	10.89	13.67	9.67	--
资产负债率(%)	49.38	52.86	58.87	63.73
全部债务资本化比率(%)	43.56	47.80	54.22	59.58
流动比率(%)	128.90	116.46	111.32	99.83
全部债务/EBITDA(倍)	3.11	3.34	5.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.07	5.75	3.83	--
EBITDA/本期中期票据额 度(倍)	1.72	2.18	2.05	--

注: 公司 2014 年上半年财务数据未经审计。

分析师

郭 畅 刘新泉

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下称“联合资信”)对河南心连心化肥有限公司(以下称“公司”)的评级结果反映了其作为中国化工生产企业,在生产规模、盈利能力、成本控制、科研实力、区位环境、市场地位等方面具备的综合优势;同时联合资信也关注到尿素行业竞争激烈、公司原料对外依存度较高等因素对其生产经营和财务状况带来的不利影响。

由于公司尚处于扩张发展阶段,对项目建设的不断投入推动债务规模快速上升,预计未来一段时期公司或将面临一定的外部融资压力。未来随着公司新投产生产线平稳运行后生产效率的逐步提高,公司在新疆的煤炭生产基地以及化工项目投产,公司成本优势、原料保障及产业链协同优势有望提升;公司的盈利能力和综合竞争力有望随尿素行业落后产能的逐渐淘汰而得以提升。联合资信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中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险低。

优势

1. 公司是中国传统大型尿素生产企业,生产规模大,品牌认知度高,产品竞争力强。
2. 公司主要生产基地位于河南省,交通便利,市场容量大,区位条件优越。
3. 公司营业收入持续上升,技术水平高,成本控制能力强,盈利能力较强。
4. 公司经营性现金流及 EBITDA 对本期中期票据保护能力较强。

关注

1. 尿素行业面临产能过剩压力,市场竞争激烈,公司经营压力加大。
2. 伴随着公司新项目的投产及在建项目的推

进，公司的资金需求明显增长，债务规模趋增。

3. 公司产品结构较为单一，原料对外依存度高，经营业绩易受尿素行业波动影响。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司与河南心连心化肥有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与河南心连心化肥有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因河南心连心化肥有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由河南心连心化肥有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、河南心连心化肥有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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”）始建于1969年，前身为河南新乡化肥总厂注册成立，属国有企业。2003年8月，新乡县政府发布的《关于新乡化肥总厂改制有关问题的批复》（新企改办[2003]2号）同意原河南新乡化肥总厂基础上改制成的股份制民营企业，并更名组建河南心连心化工集团有限公司。2006年7月24日，经新乡市工商行政管理局核准注册并取得企业法人营业执照。2006年7月28日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河南心连心化肥有限公司100%的股权以1350万美元的价格转让给新加坡 CHINA XLX FERTILIZER LTD.（也可称为“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20日变更注册资本为人民币40000万元，为 CHINA XLX FERTILIZER LTD. 全资子公司。后经 CHINA XLX FERTILIZER LTD. 多次出资，截至2013年底，公司注册资本增长至人民币134000万元，中国心连心仍持有公司100%的股份。

公司经营范围：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。

截至2013年底，公司拥有下属三家分公司（分别是河南心连心化肥有限公司二分公司、

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四分公司）¹，以及两家全资子公司（分别为新疆心连心能源化工有限公司和河南手拉手肥业有限公司）和一家控股子公司河南农心肥业有限公司。

截至2013年底，公司（合并）资产总额70.79亿元，所有者权益合计29.11亿元（含少数股东权益0.03亿元）；2012年公司实现营业收入40.00亿元，利润总额3.34亿元。

截至2014年6月底，公司（合并）资产总额82.55亿元，所有者权益合计29.94亿元（其中少数股东权益0.02亿元）；2014年1~6月公司实现营业收入25.06亿元，利润总额0.99亿元。

公司注册地址：中国河南新乡市高新技术开发区西区；法定代表人：刘兴旭。

二、本期中期票据概况

公司计划注册11亿元中期票据，2015年第一期中期票据拟发行额度为3亿元（以下简称“本期中期票据”），存续期限为3年。公司计划将本期募集资金中2亿元用于子公司新疆心连心能源化工有限公司（以下简称“新疆心连心”）在建工程项目建设，0.5亿元用于补充营运资金，0.5亿元用于偿还银行借款。新疆心连心在建项目为煤化工项目，即煤头年产30万吨合成氨、52万吨尿素、10万吨三聚氰胺、15万吨复合肥生产装置一套，项目总投资27.5亿元（详见七、6. 在建项目）。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，

¹公司共有四条尿素生产线，本部是一分厂，其他是二分厂、三分厂和四分厂；其中，二分厂和三分厂属于二分公司，四分厂为四分公司。复合肥生产线属于河南心连心化肥有限公司复合肥分公司。

不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量

购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五

条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积

极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 区域经济概况

公司地处中原，交通便利，周边煤炭资源丰富；处于中原经济区建设较为重要地带，经济增长较快。公司产品销售主要集中于中南地区，2013年60%的产品销售在河南省境内，公司经营发展受河南省经济发展和区域行业发展影响较大。

2013年，河南省实现生产总值32155.86亿元，比上年增长9.0%。其中，第一产业增加值4058.98亿元，增长4.3%；第二产业增加值17806.39亿元，增长10.0%；第三产业增加值10290.49亿元，增长8.8%。三次产业结构为12.6: 55.4: 32.0。总体来看，2013年河南省经济实现了较快增长，经济运行良好，有利于区域内企业经营、发展。

从农业种植业发展来看，河南是农业大省，2013年河南播种面积达10081.81千公顷，比上年增长1.0%；全年粮食产量达5713.69万吨，同比增长1.3%，居全国第二位。种植业是在河南农业中占主导地位的产业，是小麦、玉米、棉花、油料和烟叶等农作物的主要生产基地，对化肥需求较为旺盛。

从资源运输和供应来看，河南省新乡经济开发区，铁路及高速公路网络完善，公司距京广铁路1公里，距107国道3公里。河南省亦

毗邻煤炭资源丰富的山西省，山西煤炭资源储备规模较大、煤质优良、品牌认知度较高、用途广泛，其中距离新乡较近的山西阳泉地区生产的优质无烟煤适用于化肥行业。

2. 行业环境

行业概况

尿素属于高浓度氮肥（含氮量 46%），是氮肥中最主要的品种之一。尿素属于中性肥料，对土壤无影响，适用于各种土壤和植物，是一种优质高效的氮肥，长期使用不会使土壤变硬和板结。

市场供给方面，近年国际和国内良好的市场环境刺激了尿素企业固定资产投资，造成中国产能的大幅增长。中国石油和化学联合会的数据统计，截至 2013 年底，中国合成氨、尿素实物产能达到约 6730 万吨和 7130 万吨²，中国目前是世界上最大的尿素生产国。2013 年，中国合成氨产量 5745.32 万吨。2012 年以来，受煤炭价格下跌，利润空间扩大的刺激，国内尿素生产企业的开工率超过 77%，2013 年中国尿素产量达 3333.18 万吨（折纯氮）。

表 1 2010~2013 年中国尿素产量
(折纯氮, 单位: 万吨)

年 份	产 量	进口量	出口量	表观消费量
2010	2516.30	0.61	323.20	2193.71
2011	2656.70	0.10	163.70	2493.10
2012	3003.83	7.90	319.60	2692.13
2013	3333.18	1.40	300.20	2515.99

资料来源: Wind 资讯

持续的产能扩张造成了中国尿素行业市场集中度低、规模偏小、竞争激烈的不利局面。据 Wind 资讯的数据统计，截至 2013 年底，中国肥料制造工业企业达 2203 家，其中氮肥制造企业 377 家。产业集中度低带来了市场竞争无序、平均成本过高等问题，加剧了尿素企业对上游原料的争夺、削弱了其对原料和产品议价能力。

² 尿素分子量为 60.06，理论上 2.144 吨尿素折纯氮为 1 吨。

原料与需求

上游原料方面，天然气、煤炭和石油是工业上生产尿素的三大原料，通常被称为气头、煤头、油头三类。由于石油价格的上涨，导致油头企业的成本居高不下，目前采用油头制肥的企业已经较少。现阶段，中国尿素产能中以天然气为原料的约占 26%，以煤炭为原料的约占 72%。煤头尿素主要在华北等煤资源丰富的地区，气头尿素主要集中在西南天然气丰富地区。由于处于产业链条的下游，在原料资源稀缺的情况下，尿素企业不可避免地对上游产业产生较强的依赖，因此，上游产业的原料保障、议价能力将构成尿素企业竞争力的重要组成部分。2007 年以来，国内天然气消费迅速增长，多数气头尿素生产企业由于天然气供应紧张被迫停产检修，进而导致经营业绩出现波动。相比而言，大型煤头尿素生产企业在资源获得、议价能力等方面存在一定的天然优势，原料供应保障能力良好。

下游需求方面，自 2010 年以来，尿素的表观消费量逐年增长，但产能相对过剩状况依然较为严重。2013 年中国尿素表观消费量为 2515.99 万吨，较 2012 年有所下降，相当于实物量 5393 万吨。相对于 7130 万吨/年的产能，约有 1737 万吨/年的产能无法利用。中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（工业用肥尽管近年来增长较快，但目前所占比例仅为 10%左右）和对外出口。由于中国农业生产的小型化、分散化，所以农户对于产品的议价能力较弱；各地的分销商也由于区域分割的限制难以形成有效的议价能力。因此，单独从下游产业结构和特点来看，尿素行业对下游产业具有较强的议价和成本传导能力，但受尿素行业产能过剩、市场竞争激烈等因素影响，议价能力被削弱。

尿素出口

由于产业梯次转移的作用和产品定价的市场化，导致欧、美、东南亚等众多国家地区尿素产品供不应求，价格偏高，由此也给产品

出口带来了巨大的利润空间。但随着资源保护意识的增强，国家已不鼓励化肥这样的资源性产品大量出口。2005年起国家对出口采取限制政策，所以尿素出口一度受到明显的抑制。2009年，由于国际市场需求持续低迷，中国尿素出口仅实现155.40万吨（折纯氮），同比下滑23%。到了2010年，国际市场上尿素的需求出现大幅回暖，中国尿素出口增幅达到107.98%，为323.20万吨（折纯氮）。2011年，受关税政策调整的影响，2011年，中国出口尿素163.70万吨（折纯氮），同比下降49.35%。2012年，尿素出口关税政策维持2011年淡旺季划分及税率，但明确说明计算税率时的出口价格不含关税。受国际需求较好的影响，2013年中国尿素出口达300.20万吨（折纯氮），较2012年有所下降，但仍保持较大出口规模。2014年1~5月中国尿素出口总量381.76万吨，同比去年大幅增加200%左右；出口量增加一方面受利于出口关税下调，另一方面因国际市场需求量增加；量涨价跌成为上半年尿素出口市场的特征。

综合看，尿素产业内部竞争较为激烈，产业进入门槛较低，同时还面临着下游非市场化定价的挤压，竞争环境比较激烈。在这种情况下，能否拥有稳定的原料供应、较强的成本控制能力和销售能力就成为尿素生产企业经营过程中的关键要素。

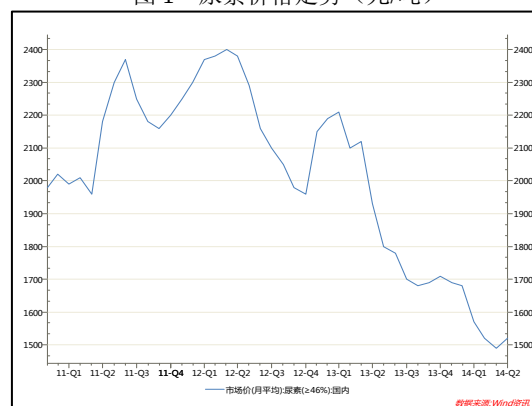
价格走势

化肥是农资产品的重要组成部分，占农业生产成本的25%左右，国家为鼓励农业生产，保障农民利益，2006年以来持续对国内市场部分化肥生产企业实行限价调控。2009年，尿素价格市场化改革迈出重要一步，根据发改价格[2009]268号文，自2009年1月25日起，国产化肥出厂价格由政府指导价改为市场调节价。随着化肥出厂限价政策的取消，大型化肥生产企业的定价话语权和产品的附加值优势将得到体现。

市场价格方面，2011年，伴随着上游煤炭

价格的上涨以及下游需求的增加，国内尿素价格维持小幅稳步上涨的趋势。其中6、7月份价格冲高明显，全年尿素价格均在高位运行。2012年前五个月，尿素价格继续延续前期涨势，随着国内用肥季节逐步结束及出口窗口打开，国内氮肥转为出口，受国际市场行情偏弱影响，氮肥出口受挫，国内供过于求，价格出现下行态势。同时，上游煤炭价格也出现明显下跌，企业报价出现松动。在农业冬储的带动下，12月底尿素价格出现明显反弹。进入2013年，煤炭价格持续下跌，尿素价格随着成本的急速下跌呈下降趋势，同时尿素产能仍然过剩，尿素供给远高于需求，尿素价格持续下跌。2014年以来，尿素价格继续下跌，于5月份跌至1500元/吨左右，较2012年第二季度的2400元/吨下跌了37.5%左右。考虑到煤炭市场以及尿素产能过剩的局面短期内难以改变，未来尿素价格回升缓慢。

图1 尿素价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

行业优惠政策

2005年底，发改委发布《关于改革天然气出厂价格形成机制及近期适当提高天然气出厂价格的通知》，天然气出厂基准价格每年调整一次，调整系数根据原油、LPG(液化石油气)和煤炭价格五年移动平均变化情况，分别按40%、20%和40%加权平均确定，相邻年度的价格调整幅度最大不超过8%。根据各类和各地用户承受能力的不同，区别各油田情况，适当提高一档气出厂价格。整体而言，化肥用气

价格要明显优惠于工业用气和城市燃气。天然气是气头尿素的主要原料，其成本在尿素总成本中占比较高。目前中国天然气价格仍采用政府指导价，随着天然气价格的逐年提高以及市场化定价机制的逐步实施，气头尿素生产企业将会面临越来越大的成本压力。

2005 年 5 月，财政部和国家税务总局发布《关于暂免征收尿素产品增值税的通知》，规定从 2005 年 7 月 1 日起对国内生产销售的尿素产品增值税由先征后返 50% 调整为暂免征收增值税。根据国家税务总局《关于落实西部大开发有关税收政策具体实施意见的通知》，设在西部地区、符合当期国家重点鼓励发展产品目录的主营业务收入已超过总收入 70% 的企业，所得税按 15% 的优惠税率征收。位于西部的部分化肥企业可以享受到此政策。

产业结构调整政策

根据 2009 年 10 月出台的《石油和化工产业结构调整指导意见》，未来 3~5 年内原则上不再新增氮磷肥产能，提高准入门槛、调整产业布局、鼓励兼并重组、提高产业集中度。支持中小企业由生产基础肥料向肥料二次加工转移。该项政策出台有利于抑制行业产能继续扩张，并为大型尿素生产企业营造了良好的发展环境。

《氮肥工业“十二五”发展规划》提出，到 2015 年，氮肥、磷肥和复混肥企业数量要大幅减少，大中型氮肥企业产能比重达到 80% 以上，大型磷肥企业产能比重达到 70% 以上，2 家大型钾肥企业集团规模进一步壮大。逐步形成以大型化肥企业为主导的生产经营格局，鼓励大型企业通过兼并重组、淘汰落后及建设化肥基地等方式，进一步壮大经营规模和实力。

2012 年 12 月 31 日，工业和信息化部正式发布《合成氨准入条件》。原则上不得新建以天然气和无烟块煤为原料的合成氨装置（按照区域规划搬迁、综合利用项目除外）；三年内，煤炭调入省区原则上不得新建合成氨产能（以

高硫煤为原料除外）；引导东部地区合成氨生产装置有序转移，在西部地区煤炭产地，按照煤化电热一体多联产模式，建设大型煤制合成氨基地。新建项目须符合国家产业政策及有关政策规定。在装置规模上《条件》规定，（一）新建合成氨生产装置，单系列生产规模应不低于 1000 吨/日（综合利用和联产项目除外），造气炉按需设置。（二）新建合成氨生产装置应采用先进技术和装备，鼓励采用具有自主知识产权的国产化技术。以煤为原料的新建合成氨装置应采用连续气化工艺。（三）鼓励现有企业开展以原料结构调整、产品结构调整、节能、环保和安全为目的技术改造。现有固定层间歇式煤气化（12.270.000.00%）工艺应全部配套建设吹风气余热回收、造气炉渣综合利用装置。淘汰天然气常压间歇转化工艺。在合成氨单位产品能耗方面，对于新建装置做了严格规定，其中以优质无烟块煤为原料的每吨合成氨消耗要小于或等于 1500 千克标准煤（现有的装置为 1900 千克标准煤），非优质无烟块煤、焦炭、型煤小于或等于 1800 千克标准煤（现有的装置为 2200 千克标准煤），天然气、焦炉气小于或等于 1150 千克标准煤（现有的装置为 1650 千克标准煤）。

《2013 年关税实施方案》自 2013 年 1 月 1 日起实施，其中涉及化工行业的出口关税细则调整以化肥为主，主要包括：尿素出口暂定税率由 7% 下调至 2%，基准价格由 2100 元/吨上调至 2260 元/吨，淡季出口时间不变。磷酸二铵及磷酸一铵出口暂定税率由 7% 下调至 5%，基准价格分别由 3400 元/吨和 2900 元/吨上调至 3500 元/吨和 3200 元/吨。淡季出口时间由 4 个月（6-9 月份）增加至 5 个月（5 月 16 日至 10 月 15 日）。并取消暂定税率淡旺季的划分，但维持旺季 75% 的特别出口税率；肥料用氯化铵和其他氮肥淡季出口税率由 7% 下调至 2%，淡季出口时间不变。重钙、其他磷肥、其他氮磷二元肥、小包装肥料淡季出口税率由 7% 下调至 5%，淡季出口时间由 4 个月

(6-9 月份)增加至 5 个月(5 月 16 日至 10 月 15 日);氯化钾及硫酸钾出口税率由 105% 调整为 2000 元/吨。三元复合肥出口关税取消淡旺季差别化税率,统一为全年 80%。

尿素及磷铵出口关税政策放松趋势延续,有利于增加淡季窗口期间相关化肥出口利润。2013 年尿素、磷铵出口关税政策的基准价、暂定税率及淡季窗口时间分别有不同程度的放松,延续 2012 年出口关税政策中尿素及磷铵出口关税总体放松的趋势。本次关税政策出台将有利于降低相关品种出口关税,同时出口关税降低和磷肥淡季出口时间延长降低了出口门槛,有利于氮磷肥的淡季出口量的增长。

行业趋势与关注

由于国际和国内化肥市场近年呈现的景气局面,中国的尿素行业产能进入持续扩张时期,从 2007 年起,行业产能扩张压力已逐步显现,而从消费结构来看,目前氮肥的施肥比例已经超过全国测土配方所要求的合理水平,随着测土配方技术的推广,尿素的消费将受到一定程度的抑制,产能过剩的压力将进一步加大,市场竞争将更为激烈。

中国氮肥工业协会的统计数据表明,2014 年 1~5 月,全国尿素平均出厂价每吨 1568 元,同比下降 24%,大于原燃料的下跌幅度,1~5 月全行业亏损 23.6 亿元,亏损企业 163 家,去年同期全行业盈利则达到了 37 亿元,利润总额同比下降了 163.7%。2014 年上半年尿素市场正在经历去库存化,下半年去库存节奏仍将继续,市场库存低位将对国内价格起到一定的支撑作用。

联合资信认为,受制于产能过剩、出口低迷、价格管制和原料成本上涨等多重因素,尿素行业的整体利润水平的下滑将给大型尿素企业带来整合机会。尿素生产具有资金密集的特点和较为明显的规模经济效应,大型合成氨——尿素生产装置具有流程合理、能耗少的优势,能够通过扩产来抵御单位利润下滑所带来的影响。而一些小型尿素生产企业由于原料供

应和成本方面的劣势,利润空间将受到挤压,甚至出现亏损。预计未来随着市场竞争的进一步加剧,以及原料、环保等方面壁垒的提高,会有更多的小企业退出,这将为大型尿素企业创造一个更加有利的经营环境,也为尿素行业整合提供了契机。

综上所述,中国尿素行业将持续面临一定程度的产能过剩和成本上升压力,从而使生产企业的盈利空间受到一定程度的挤压。大型企业因其成本上的优势将在竞争中处于更加有利的位置,而小型企业则会由于资源和成本方面的瓶颈而面临较大的风险,这也为行业进一步整合,形成健康合理的产业结构提供了契机。

五、基础素质分析

1. 产权状况

中国心连心化肥有限公司为公司唯一股东,持股比例为 100%。公司实际控制人为自然人刘兴旭先生,现任公司董事长,为公司主要发起设立人,其与闫蕴华等其他持股股东均无亲属关系。刘兴旭实际持有公司 14.63%的股份。

2. 企业规模

截至 2014 年 6 月底,公司的产能居国内行业第四位,居煤基尿素生产企业第三位,居河南省化肥行业第一位。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;2013 年,公司尿素完全成本较行业平均水平低 8%,全国综合排名第十,煤头企业排名第八。

截至 2014 年 6 月底,公司拥有四座占地面积 110 多万平方米的标准化生产厂房,即一分厂、二分厂、三分厂、四分厂,各分厂均位于河南省新乡,该地具有完善的铁路及高速公路网络。目前公司拥有四条尿素生产线,前三条为固定床联醇工艺,即既生产尿素又生产甲醇,第四条生产线为采用洁净煤气化技术的新

工艺生产线；另有复合肥生产线 8 条，其中包括一条高塔复合肥生产线³和 BB 肥生产线。

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”、“河南省管理创新最佳单位”、“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 2014 年 6 月底，公司尿素、复合肥和甲醇的产能分别达到 210 万吨、75 万吨和 20 万吨。

3. 人员素质

刘兴旭，60 岁，硕士学历，公司董事长兼总经理，主要负责公司的整体战略方向及公司日常业务营运管理。在化肥业拥有 18 年经验。目前任中国氮肥工业协会副理事长。1972 年至 1984 年服役，1984 年至 1994 年间历任多项政府机关职位，曾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。1994 年获委任为国有企业新乡化肥厂厂长，2003 年 7 月至 2006 年 7 月成为心连心化工总经理。2006 年 7 月起，出任河南心连心化肥的总经理。刘兴旭先后荣获“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。刘兴旭无对外兼职情况。

闫蕴华，44 岁，博士学历，公司董事兼财务总监，主要负责公司内部财务事宜。1997 年 12 月加盟新乡化肥厂，曾于新乡化肥厂担任多个职位，包括财务科副科长及副总会计师。2003 年至 2006 年 7 月出任心连心化工总会计师，负责财务事宜。自 2006 年 7 月起，

出任河南心连心化肥副总经理。于 2006 年 11 月 10 日获委任为执行董事。闫蕴华无对外兼职情况。

截至 2013 年底，公司拥有员工 4127 人，其中各类工程技术人员 509 人，占总人数的 12.50%；按学历划分，公司本科及以上学历占 23.75%，大专学历占 57.11%，高中及以下学历占 19.14%；按年龄来看，30 岁以下的占 63.85%，30~50 岁的占 34.04%，50 岁以上的占 2.11%。

总体来看，公司高层管理人员具备多年的行业生产和管理经验，熟悉公司的业务及发展方向，有利于公司的长远发展；公司员工年龄结构较为合理、文化素质符合大型化工企业的特点，能够满足公司现阶段发展需要。

4. 技术水平及成本控制

公司的复合肥料产品在产品质量、价格、产品开发、客户服务及分销能力方面进行竞争。公司已成立研究及发展中心，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。2013 年，公司在科技研发方面的投入 14682 万元。

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。2013 年，公司生产尿素的平均煤炭用量约为 623 公斤/每吨，较行业平均值低 9 公斤/每吨，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 739 度。2013 年，公司生产甲醇的平均生产成本约为每吨 1693.54 元，低于国内甲醇业的平均生产成本。此外，公司荣获高新技术企业称号，企业所得税按 15%征收。

公司生产用电量大，年均耗电约 12.8 亿度，2013 年电费支出 5.3 亿元。2009 年 11 月 18 日，国家发改委发出《关于调整华中电网电

³ 高塔复合肥生产线于 2014 年 4 月建成投产，产能为 20 万吨/年；现为河南农心肥业有限公司负责生产管理，由公司本部负责产品销售。

价的通知》，自 2009 年 11 月 20 日起调整河南省等华中地区电价。公司通过合理运用峰谷电价以降低用电支出，同时公司拥有 6.8 亿千瓦时的发电能力，作为公司用电的补充，并对公司电力供应提供一定保障，公司就电力短缺所受的影响较其他并无自行发电能力的肥料生产企业为低。此外，如日后政府取消电力补贴，公司也能以较具竞争力的成本生产肥料产品。

公司位于河南省新乡经济开发区，铁路及高速公路网络完善，公司距京广铁路 1 公里，距 107 国道 3 公里。由于约 60.00% 的客户均位于河南省，公司毗邻大部分客户。公司距离河南焦煤集团辉县赵固矿 25 公里，且毗邻煤炭资源丰富的山西省，即公司目前约 90.00% 的煤炭供应来源地区，公司距山西省 150.00 公里。此外，中国不同地区于特定季节出产的农作物各有不同，因此每个地区对肥料产品有不同的季节性需求。处于华中地区，公司能够节省运输成本，以及迅速回应中国不同地区的不同客户的需要。

整体来看，公司技术及成本控制优势明显。

5. 环境保护和安全生产

为有效控制及减低污染以及保护环境，公司完全根据相关国内环保法规及技术处理污水、废气及固体废物。公司的环保及安全部约有 54 名员工，负责监督及施行环保及管理政策，确保生产设施符合环保法律及法规。公司安装了多项污染控制设备，以减排、处理及循环再利用生产过程中产生的污水、废气及废渣。公司在环保治理方面获得了环保治理最高荣誉“全国化工清洁文明工厂”称号。

公司的生产过程中会产生污水，公司装设了线上监测设施，控制所排放的污水的化学需氧量(COD)及氨(NH₃-N)。废气生产流程中会产生废气，公司将生产过程中产生的废气作为熔炉的燃料循环再用，并安装了湿法除尘器，以清除尘埃及硫磺。锅炉产生的废气会由静电

除尘器净化，并进行氨法脱硫。公司装设了线上监测设施，控制锅炉排出的尘粒及二氧化硫。公司因氮肥生产污水实行零排放，2008 年荣获国家重点环境保护使用技术示范工程称号。

与使用天然气为原材料的尿素生产企业比较，公司的生产过程及锅炉会产生大量废渣。公司将部分废渣作为锅炉燃料循环再用，并将其他废渣（如除尘器收集的粉末及污水处理的沉淀物）出售给其他公司，以作建筑用途。公司在大气污染控制、污水及其他污染物排放等方面，完全遵守国内的环保法律及法规。根据环保机关发出的环境影响评估报告及确认函，公司无违反任何相关环保法律及法规的记录。公司于 2008 年 8 月 8 日获河南省环境保护局发出污染物排放许可证。另外，公司于 2006 年 11 月获中国氮肥工业协会颁发「氮肥生产污水零排放综合治理环保工程」二等奖。公司于 2008 年 9 月，参与了河南省环境保护局举办有关控制合成氨行业污水排放的环保培训。此外，公司采纳了河南省质量技术监督局与河南省环境保护局于 2008 年 6 月 19 日联合公布及于 2009 年 1 月 1 日实行的合成氨工业水污染物排放标准。

公司每年在环保方面投入了大量人力物力，仅 2012 年在环保方面的投入达到 5200.00 万元，占年总收入约 1.30%。2013 年投入 732 万元。

公司的尿素、复合肥料及甲醇的设计年产能分别按日产能乘 340 日计算。为保持公司的生产设施具备全面产能及有序运作，公司定期检查及维护公司的生产设备及设施。公司自成立以来无因设备或设施故障而出现任何重大或长期停产。公司的生产设施每 12 个月进行一次定期检查及维护，定期维护期间停工约 10 天。2011~2013 年及 2014 年上半年，公司无重大环保及安全事故发生，近三年的环保及安全检查均已经相关部门验收通过。

6. 股东支持

公司控股股东为中国心连心化肥有限公司，是新加坡和香港地区两地上市企业，控股股东具有海外融资渠道，能够为公司提供一定程度资金支持。公司董事长即实际控制人刘兴旭先生为中国化肥协会会长，可以为公司进行行业和技术交流提供平台。

六、管理分析

1. 法人治理结构

依据《公司法》和国家其他法律、行政法规的有关规定，公司制定了《河南心连心化肥有限公司章程》及《董事会议事规则》等法人治理结构方面的规章制度，并严格遵照实施，促进了公司法人治理结构完善和规范的运作。

根据《河南心连心化肥有限公司章程》规定，董事会是公司的最高权力机构。公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理一名，并根据公司情况设若干管理部门。公司作为外资控制企业，不设立监事会（河南心连心是中国心连心的全资子公司，由于中国心连心在香港、新加坡上市，不适用公司法有关规定，而新交所、联交所上市规则对公司治理方面的没有要求设立监事会的相关事项）。河南心连心的董事由中国心连心董事会委派，有关决议须经过中国心连心化肥有限公司董事会批准并授权，而中国心连心化肥有限公司董事会设有三个委员会，分别是审计委员会、提名委员会和薪酬委员会，从公司治理和风险管控角度，符合有关上市规则。公司董事会由7名董事组成，设董事长1人，董事长为公司法定代表人，副董事长1人，董事长、副董事长由董事会无记名投票产生。

总体看，公司已初步建立了较为规范的法人治理结构。

2. 管理水平

公司推行制度化管理，以精细化管理、信

息化管理为主，分别对财务管理、经营管理、子公司管理、安全管理、环保管理、关联交易管理以及债务融资工具信息披露事务管理等方面执行详细制度，公司是“河南省管理示范企业”。

为加强公司资金管理，有效筹集和安排资金，保证资金安全，公司认真执行国家财经政策及相关法规制度，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。

按照《公司章程》规定，公司制定了《投融资管理制度》，对公司的对外投资决策管理、对外融资决策管理等进行了详细的规定。

公司对外担保政策严格，制定了《对外担保管理制度》，主要规定（1）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；（2）对外担保坚持充分理由原则，无充分理由不对外担保；（3）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；（4）对外担保必须进行严格的风险评估；（5）对外担保必须经董事会或股东大会批准。

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。

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。

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。

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。

总体来看，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现。

七、经营分析

1. 经营现状

公司化肥产品以尿素和复合肥为主；化工产品主要是甲醇。其中，化肥（尿素、复合肥及外购化肥）一直是公司的主导产品，在公司业务构成中地位突出；甲醇产品具备较大规模的生产能力。

营业收入及其构成方面，2011~2013 年，公司营业收入波动上升。2013 年，公司实现主营业务收入 39.37 亿元，同比基本保持稳定。其中，近三年尿素产品收入波动下降，2013 年实现 22.48 亿元，同比下降 10.08%，主要是尿素产品价格当年有较大幅度的下降所致；近三年复合肥产品收入不断增长，年均复合增长 9.39%，主要是由于公司加强了复合肥的营销工作、销量不断上升所致；近三年甲醇产品收入快速增长，年均复合增长 19.03%，主要是由于其产品价格下跌幅度相对较小，随煤炭价格的不断下降其毛利率水平不断上升，公司相应地不断提高该产品的产销量所致。

表 2 2011~2014 年 6 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

产品类别	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~6 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
尿素	24.09	16.87	25.01	26.99	22.48	26.06	14.37	16.69
复合肥	8.49	14.98	9.35	16.49	10.16	10.17	5.59	16.52
甲醇	4.27	-5.40	4.99	6.07	6.05	23.37	3.41	25.41
其它	0.18	27.28	0.14	17.54	0.66	83.51	0.98	21.79
合计	37.03	13.93	39.49	21.82	39.37	22.51	24.35	18.14

资料来源：公司提供

注：公司第二生产基地（新疆心连心能源化工有限公司）在 2013 年有少部分的尿素和复合肥的生产和销售，并且其毛利率水平较高，2013 年将其计入了其它业务中；由于上述统计口径原因，导致 2013 年其他业务收入同比增长较大、毛利率水平较高。

毛利率方面，2011~2013 年，公司整体毛利率水平逐年上升，分别为 13.93%、21.82% 和 22.51%。其中，2011~2013 年公司尿素的毛利率分别为 16.87%、26.99%和 26.06%，2012

年大幅提升主要由于煤炭价格 2012 年大幅度下降以及尿素价格持续上涨所致；2013 年由于受氮肥行业产能过剩影响，造成尿素、复合肥售价降低超过了原材料价格降低的幅度，进而

导致毛利率水平下降。公司复合肥产品的毛利率分别为 14.98%、16.49%和 10.17%。公司甲醇产品毛利率逐年快速上升，分别为-5.40%、6.07%和 23.37%，由于公司无甲醇储存设备，产品需立即出售，受市场因素影响大；2011 年甲醇毛利率为负，主要是由于中国甲醇产能和产量的扩张速度较快，且远远高于国内的表现需求量，造成供过于求，导致甲醇市场售价下降明显；公司对甲醇的价格波动进行监控，并对边际利润进行严格的测算，以调整整体生产系统中甲醇的产量，已实现尿素和甲醇整体利润水平最大化；由于甲醇产品价格下降幅度远小于原材料煤炭价格的下跌幅度，2012 年以来甲醇产品毛利率水平快速上升，并于 2013 年成为公司毛利润贡献第二大产品。此外，公司生产成本控制能力的提升也对利润水平起到一定贡献作用。

2014 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 24.35 亿元，产品结构较上年变化不大，其中尿素实现营业收入 14.37 亿元，同比增长 15.95%，主要受益于新投产生产线的产能释放。2014 年上半年，尿素产品平均售价较 2013 年水平有较大幅度下降，主要是由于经过 2013 年尿素的低成本生产期，导致整个尿素行业出现产量过剩，市场竞争加剧，产品价格进一步加速下跌；产品成本方面，原材料煤炭的价格有小幅下滑，新投产第四条生产线于本期正式投产转固后固定成本上升，但由于该生产线于一季度投产后尚处于设备磨合期阶段，其成本优势尚未完全体现，上述原因导致产品售价下跌幅度大于产品成本的下跌幅度，本期尿素毛利率为 16.69%，较 2013 年水平下降 9.37 个百分点。复合肥在上半年是经销商备肥旺季，销量较高，同时毛利率水平较 2013 年有所上升。本期甲醇产品价格较 2013 年略有上升，同时受益于煤炭的持续下滑，甲醇的毛利率水平较 2013 年进一步上升；同时公司也相应地调整生产体系进一步提高了甲醇产品的产量，其收入同比有所上升。主要受尿素产品毛利率水平下

降影响，2014 年上半年公司整体毛利率水平较 2013 年有所下降，为 18.14%；主营业务收入规模随尿素产能逐步释放以及复合肥和甲醇产品产销量的上升，同比增长 23.49%，为 24.35 亿元。

总体上看，由于公司产品结构相对单一，经营业绩易受尿素行业波动影响。

2. 原材料采购

公司生产所需原料主要为煤炭。公司地处新乡，分别与山西、陕西、河南焦作市等产煤区毗邻（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。

公司一分厂、二分厂、三分厂对煤的需求主要是作为原料的无烟块煤。新建成的四分厂全部采用粉煤，主要来源于神华销售集团华北能源贸易有限公司，每月约 7.50 万吨，占到四分厂粉煤总量的 75%。公司修建了铁路专用线，原料煤主要采用铁路运输，既降低了运输成本，也降低了气候变化对原料价格的影响。

表 3 公司 2011~2014 年 6 月煤炭采购价格

时间	无烟块煤采购均价 (元/吨)	煤末采购均价 (元/吨)
2011 年度	1496.75	821.50
2012 年度	1349.25	748.50
2013 年度	1163.92	650.57
2014 年 1~6 月	1026.25	654.51

资料来源：公司提供

注：煤末中包括燃料煤煤末和原料煤煤末；其中原料煤煤末的热量要求较高，且价格相对燃料煤煤末高；2014 年上半年公司投产的第四条生产线生产技术采用原料煤末替代无烟块煤，故对原料煤末的采购大幅上升；虽然 2014 年上半年燃料煤煤末和原料煤煤末采购均价均较 2013 年水平有所下降，但由于原料煤煤末采购比重上升，导致 2014 年上半年煤末采购均价高于 2013 年水平。

公司目前煤炭资源全部依赖外购，2011~2013 年，公司总采购量分别为 105.66 万吨、106.20 万吨和 160.49 万吨，采购总金额分

别为 15.73 亿元、13.42 亿元和 16.59 亿元；由于公司新建产能逐步释放，2014 年上半年的煤炭总采购量和采购总金额同比均有所上升，分别为 118.33 万吨及 9.96 亿元。

电力是公司生产时的主要能源，公司的生产需要大量电力供应，2011~2013 年，公司年均耗电约 12.8 亿度。公司拥有三组发电设备，年发电能力为 6.80 亿千瓦时，可在一定程度上保障公司稳定的电力供应。2011~2013 年间公司自发电的发电量贡献占比约为 24%、18%和 16%⁴。2011~2013 年，公司外购电支付的成本分别为 3.22 亿元、4.11 亿元和 4.55 亿元。公司成立以来未经历任何重大电力短缺。

公司通过预付现金款项的方式支付原材料采购费用，并自行承担运输成本。供应商企业给予公司的付款期一般为 30 至 90 天。公司的煤炭供应企业为矿业公司或贸易公司，主要位于山西省，如焦作煤业集团、晋城煤炭集团、山西兰花集团、山西大宁煤矿、神华销售集团华北能源贸易有限公司等，所供应煤炭质量可靠。钾原料供应商企业主要来自陕西省及青海省，磷原料供应商企业主要位于河南省、湖北省及云南省。公司已经与供应商企业建立起密切的关系，为公司稳定可靠的原材料供应提供保障。

近几年来公司无发生任何原材料供应的重大中断或争议。公司所处地区煤炭资源丰富，发电成本较低且较为稳定，享受化肥企业优惠电价，低于全国其他地区的价格水平，伴随着公司并购新疆天利煤矿的完成，未来公司原材料成本控制优势将进一步提升。

3. 产品生产

截至 2014 年 6 月底，公司主要产品生产能力分别为尿素 210 万吨、复合肥 75 万吨、甲醇 20 万吨，同时年发电能力 6.80 亿千瓦时；2011~2013 年期间，公司复合肥一条 15 万吨生

产线于 2012 年投产完工，使得复合肥产能上升到 75.00 万吨；设计产能 80 万吨⁵的尿素项目于 2013 年 11 月 19 日试生产，2014 年一季度达到设计产能后正式投产并转固，投运平稳，尿素产能进一步上升到 210 万吨。

2011~2013 年，公司尿素产品稳步增长，分别为 129.65 万吨、131.61 万吨和 134.66 万吨；其中 2012 年，公司尿素产量大于当年的 125 万吨的产能是因为公司常年持续的技术改造的结果，通过工艺优化增加了产量。公司复合肥产能利用率偏低主要是由于市场复合肥销售淡旺季较为明显，为迎合复合肥季节性特点，提高生产和销售效率，公司采用以销定产模式，即为保证旺季销量，所有复合肥生产线全线开工，适逢淡季，只保留较少产量，开工率较低；复合肥产量波动增长，三年产量分别为 40.89 万吨、39.81 万吨和 50.37 万吨，2013 年复合肥产量同比增加主要由于公司加强了复合肥的营销工作、销量不断上升，并相应地加大了复合肥生产。公司甲醇产量近三年保持较快增长，分别为 18.41 万吨、22.32 万吨和 27.32 万吨，2013 年大幅增长主要是由于甲醇产品价格下跌幅度相对其他产品较小，且受益于煤炭价格的下跌，其毛利率水平大幅提升，故公司相应地提高了其产销量；此外，2012 年以来甲醇产量均大于设计产能（20 万吨）的原因是：设计产能是按常规的尿素生产能获得的尿素产量，公司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；此外，由于公司的持续技术改造，整体生产系统产能的提升也能带动甲醇产量的上升；最终，公司甲醇的实际产量可达 30 万吨/年以上。

生产成本方面（见表 5），由于原材料煤炭占尿素成本的 60%，受 2013 年原材料两煤（无烟煤和煤末）的价格大幅下跌影响，公司各产品当年平均成本大幅下降；2014 年第一季度，

⁴ 公司通过测算和调整，合理运用峰谷电价以降低用电支出；由于公司享受化肥企业优惠电价，外购电价较低，自发电成本相对优势不明显，发电能力利用水平不高。

⁵ 设计产能 80 万吨为运转 300 天的产能水平，全年正常运转即可超过设计产能水平；此外，随着生产线的磨合、运转和调试技改后，实际产能将超过设计产能；截至 2014 年 3 月底，该条生产线的实际产能已达到 85 万吨/年。

由于第四条生产线尚处于开车阶段和设备磨合期阶段，导致其成本优势暂未体现，故 2014 年一季度尿素产品生产成本较 2013 年水平没有显著下降；而到 2014 年二季度，第四条生产线运行状况良好，成本优势逐渐显现。

2014 年 1~6 月，公司尿素、复合肥和甲醇产量分别为 104.14 万吨、29.79 万吨和 16.09 万吨，公司尿素产品产能水平逐步释放（见表 4）。

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；自 2011 起，公司开始逐步有计划性、有针对性地出口部分复合肥。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。公司的产品直销和分销比例为 1:6。

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到 2.00%，此外，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造访分销企业，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。

表 4 公司主要产品产销情况

项 目	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1-6 月	
	产量 (万吨)	销量 (万吨)	产量 (万吨)	销量 (万吨)	产量 (万吨)	销量 (万吨)	产量 (万吨)	销量 (万吨)
尿素	129.65	116.82	131.61	116.77	134.66	121.93	104.14	102.55
复合肥	40.89	35.44	39.81	37.33	50.37	47.11	29.79	27.97
甲醇	18.41	18.31	22.32	22.25	27.32	27.39	16.09	16.25

资料来源：公司提供

一直以来，公司无发生任何分销企业大量退回产品情况。截至 2013 年底，公司有 300 余家一级经销商，2013 年一级经销商销售产品分别占公司总收入的 85.00% 左右。此外公司在全国约有 5000 个分销点，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。

产品定价方面，2009 年，国家发改委将国产化肥出厂价格由政府指导价改为市场调节

价，公司产品附加值得以充分体现。2011~2013 年尿素销售均价分别为 2062.17 元/吨、2141.52 元/吨和 1844.31 元/吨，由于受煤炭价格持续下降的传导影响，2013 年尿素价格大幅下降；复合肥销售均价分别为 2396.65 元/吨、2504.79 元/吨和 2210.12 元/吨，呈波动下降趋势；甲醇销售均价分别为 2329.06 元/吨、2242.05 元/吨和 2158.39 元/吨，逐年有所下滑。2014 年上半年，尿素产品平均售价较 2013 年水平有较大幅度下降，主要是由于经过 2013

年尿素的低成本生产期，导致整个尿素行业出现产量过剩，市场竞争加剧，产品价格进一步

加速下跌，预计还将造成 2014 年尿素产品售价持续低迷。

表 5 公司主要产品平均成本和平均售价情况

项 目	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1-6 月	
	平均成本 (元/吨)	平均售价 (元/吨)	平均成本 (元/吨)	平均售价 (元/吨)	平均成本 (元/吨)	平均售价 (元/吨)	平均成本 (元/吨)	平均售价 (元/吨)
尿素	1714.21	2062.17	1563.59	2141.52	1359.83	1844.31	1290.54	1553.85
复合肥	2037.66	2396.65	2090.11	2504.79	1855.26	2210.12	1717.88	2057.41
甲醇	2454.81	2329.06	2105.99	2242.05	1693.54	2158.39	1564.48	2097.52

资料来源：公司提供

因公司产品质量过硬，市场认知度高，公司议价能力极强，在定价、付款环节，公司所有产品，客户均须在交付产品前预付款项，且公司大部分收取现金或现汇，银行承兑的付款方式占比很小。

公司近三年实现了主要产品产销量的稳步增长，主要产品的产销规模随产能不断增加及下游客户群体的不断扩大呈逐年上升趋势，且保持了较高的产销率。

5. 经营效率

2011~2013 年，公司销售债权周转次数波动上升，三年加权平均值为 209.50 次；公司存货周转次数波动下降，三年加权平均值为 8.48 次；总资产周转次数逐年有所下降，主要是由于公司新增产能尚未释放所致，其三年加权平均值为 0.95 次。2013 年以上三项指标分别为 236.76 次、8.94 次和 0.66 次。公司周转效率较高，整体经营效率较好。

6. 在建项目

公司洁净煤气化技术进行原料结构调整工程项目采用国内先进的水煤浆气化工艺，采用 6.5Mpa 水煤浆气化技术制气、耐硫变换、低温甲醇洗、液氮洗、22MPa 高压氨合成工艺，建设年产 45.00 万吨总氨装置一套。采用二氧化碳气提工艺建设年产 80.00 万吨尿素装置一套。该项目已于 2013 年 11 月试生产，于 2014 年 1 月达到设计产能后正式投产并转固；投产后公司根据合同内容阶段性结算，2014~2015

年的投资资金为后期项目工程结算资金。

新疆心连心能源化工项目该项目由公司的全资子公司新疆心连心能源化工有限公司建设实施，一期工程计划采用节能、环保的煤气化技术，建设煤头年产 30 万吨合成氨、52 万吨尿素、10 万吨三聚氰胺、15 万吨复合肥生产装置一套。项目采用世界先进的水煤浆制气工艺，为新建装置提供原料气，采用低温甲醇洗脱硫脱碳、液氮洗合成气精制、国产中压氨合成生产尿素用氨，采用改良水溶液全循环法尿素工艺生产三聚氰胺、复合肥用原料尿素，采用改良低压法尿素——三聚氰胺联产工艺生产本项目的最终产品三聚氰胺，采用企业自主知识产权的尿液喷浆造粒法生产工艺生产复合肥。

截至 2014 年 6 月底，新疆公司煤化工项目工业厂房全部完成，开始收尾完善；设备进厂 80%，吊装完成 70%；各类安装物资到货 70%，启动“安装大于 100 天活动”，安装施工全面展开，累计投资 12.5 亿。预计 9 月份 110KVA 变电站投运，脱盐水系统开始供水，180 吨锅炉点炉开始运行，10 月初安装全部结束进入单体试车阶段，2015 年 4 月份开始试生产。截至目前项目备案证、环评、安评、土地使用证、规划许可证等相关证件已经办理完毕，开工许可证手续正在办理当中。

除此之外，公司主要拟建项目为两煤矿扩能改造项目，计划总投资 4.76 亿元，将根据新疆心连心能源化工项目的建设进展和资金安排再做投建安排。

整体来看，公司在建项目计划性较强，资金安排合理。随着公司新项目的投产和在建项

目的推进，预计外部融资需求将会有所上升。

表 6 截至 2013 年底公司主要在建项目（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 2013 年底已投资金额	计划投资金额		
			贷款	自筹		2014 年	2015 年	2016 年
洁净煤气化技术进行原料结构调整工程	80.00 万吨尿素产能	25.80	16.00	9.80	21.64	3.19	0.6	0.37
新疆心连心能源化工项目	年产 28.00 万吨合成氨、48.00 万吨尿素、10.00 万吨三聚氰胺、15 万吨复合肥	27.50	17.00	10.50	7.47	10.42	6.25	2.88
合计		53.30	33.00	20.30	29.11	13.61	6.85	3.25

资料来源：公司提供

7. 未来发展

公司“十二五”期间发展，聚焦煤化工产业发展方向，做强做大化肥主业，向上游煤矿资源地发展，向下游产品链延伸，向煤化工相关多元化方向发展。公司将有效整合新乡、新疆两地的煤炭、电力、水、土地、运输等方面的区域基础资源，借力各类社会资源，发挥集团合力作用，确保企业良性发展。

公司未来将沿着三条主线进行发展。第一，化肥及其深加工，尿素产品系列化，突出聚能网、缓控失，普通颗粒、大颗粒、中颗粒等多品类特点。复合肥产品要在多配方尿基复合肥的基础上，搞好聚能网、缓失肥、BB 肥等多产品组合，增加硝基复合肥；第二，煤化工及其相关多元化，以洁净煤气化为核心，纵深延伸煤基化工产品，主要以 H₂、CO₂ 为原料的相关循环经济项目；第三，新材料发展，有选择的做市场缺口大，附加值高的有机化工、新材料产品。

五年发展目标：到 2015 年，形成年产 260.00 万吨尿素、165.00 万吨复合肥、30.00 万吨甲醇的生产规模，增加三聚氰胺（新疆、一期 6.00 万吨）、硝基复合肥（新乡，60.00 万吨）两个新产品。“十二五”末，销售收入力争突破 100.00 亿元、利润力争过 8.00 亿元。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011 年和 2012 年财务报告已经河南华勤联合会计师事务所审计，公司提供的 2013 年财务报告已经中审华寅五洲会计师事务所审计，并均出具了标准无保留的审计意见。公司提供的 2014 年上半年合并报表未经审计。截至 2013 年底公司纳入合并范围的一级子公司为 3 家。

从合并报表范围看，2011 年，公司通过投资设立或投资等方式取得一家全资子公司（新疆心连心能源化工有限公司）；2012 年，公司通过投资设立或投资等方式取得一家控股子公司（河南农心肥业有限公司，控股 51%）；2013 年，公司合并范围增加了河南手拉手肥业有限公司，公司持股 100%。总体看，近年公司合并范围内规模变化不大，财务数据可比性较强。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 70.79 亿元，所有者权益合计 29.11 亿元（含少数股东权益 0.03 亿元）；2012 年公司实现营业收入 40.00 亿元，利润总额 3.34 亿元。

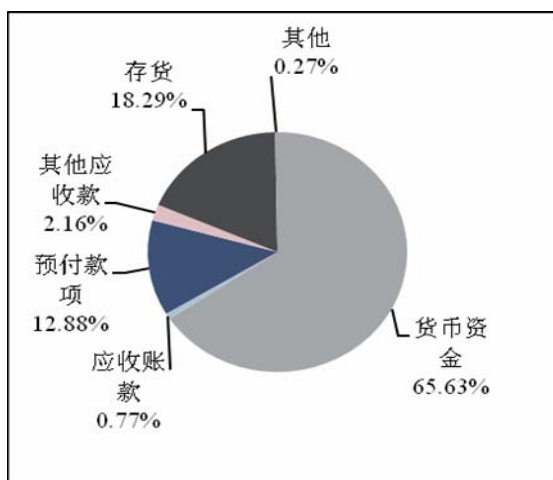
截至 2014 年 6 月底，公司（合并）资产总额 82.55 亿元，所有者权益合计 29.94 亿元（其中少数股东权益 0.02 亿元）；2014 年 1~6 月公司实现营业收入 25.06 亿元，利润总额 0.99 亿元。

2. 资产质量

2011~2013 年，公司的资产总额以年均 31.14% 的速度递增。截至 2013 年底，公司资产总额 70.79 亿元，其中流动资产合计占比 20.26%，非流动资产合计占比 79.74%。公司资产以非流动资产为主，主要是化工行业固定资产投入大、流动资产周转快的特点决定的。

流动资产

图 2 公司 2013 年底流动资产构成



资料来源：公司提供

2011~2013 年，公司流动资产年均波动增长 8.07%。截至 2013 年底，公司流动资产合计 14.43 亿元，同比上升 30.96%，主要由于货币资金增加所致。公司 2012 年流动资产主要由货币资金、存货和预付账款构成。

2011~2013 年，公司货币资金快速增长，年均增幅 40.18%。截至 2013 年底，公司货币资金为 9.41 亿元，同比增长 93.73%，主要是由于公司为工程付款做资金储备，2013 年 9 月公司第四条生产线处于竣工试车阶段，工程和设备款付款较多。公司 2013 年货币资金主要由银行存款（占 73.54%）和其他货币资金（占 26.45%）构成，其他货币资金主要是承兑保证金。

2011~2013 年，公司应收票据波动增长，截至 2013 年底为 0.04 亿元。公司应收票据规模较小，主要是公司与下游客户结算多采取现款现汇的方式，通过银行承兑汇票进行结算量

小。

2011~2013 年，公司应收账款快速下降，年均下降 40.47%。截至 2013 年底，公司应收账款为 0.11 亿元，同比下降 35.24%。公司产品销售结算多采取先款后货的方式，仅对长期合作的战略客户给予一定的账期，一般不超过 3 个月，故应收账款占流动资产的比例较低。截至 2013 年底，公司应收账款余额 1 年期以内的占比 97.55%，2-3 年期的占比 2.04%。

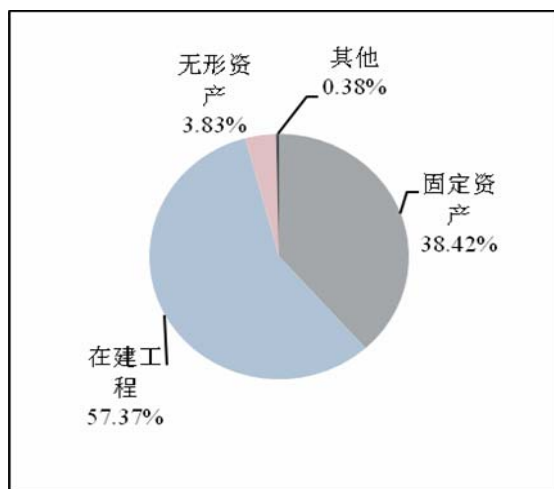
2011~2013 年，公司预付款项快速增长，年均增长 27.50%，主要是因公司为四分厂新建项目储备原材料，相应预付增加。截至 2013 年底，公司的预付款项为 1.85 亿元，其中 1 年以内占 98.55%。

2011~2013 年，公司存货快速下降，年均下降 33.48%，其中 2012 年同比下降是由于公司 2012 年底生产原料市场供给充裕，未大量储存煤炭等原材料，同时产成品库存已有所下降。截至 2013 年底，公司的存货为 2.62 亿元，同比下降 39.27%，主要是由于公司在煤炭价格下跌时期有意减少煤炭库存以及在产成品中复合肥库存同比大幅下降所致。公司存货主要由原材料（占 64.09%）和库存商品（占 33.86%）构成。2013 年底，公司未对存货计提跌价准备，原因如下：由于公司存货的周期性很短，一般不超过两周，最多不超过一个月，且存货主要构成为原材料煤炭和产成品，其中煤炭价格长期呈上涨趋势，其产成品刚性需求明显并在短时间内价格波动较小。因此，由于原材料结构及公司对产品市场价格上涨的预期，故未计提存货跌价准备。2012 年底公司根据复合肥市场情况对复合肥部分产品计提了 541 万元的跌价准备。

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产年均增长 39.81%。截至 2013 年底，公司非流动资产合计 56.44 亿元。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成。

图3 公司2013年底非流动资产构成



资料来源：公司提供

2011年底公司非流动资产较2010年底增加3.81亿元，增幅15.22%，主要原因为2011年公司并购了天利煤矿，同时建立了新疆公司所致。2012年以来非流动资产的增长主要是来自于在建工程的不断投入带来的增长。

2011~2013年，公司固定资产小幅下降，年均下降1.94%，主要是由于期间公司没有大规模增加固定资产，为资产计提折旧所致。截至2013年底，公司的固定资产账面价值为21.68亿元。其中构筑物及辅助设施、房屋及建筑物合计占比21.79%，运输设备、机器设备、电子设备和铁路线路基合计占比78.21%。截至2013年底公司累计折旧为10.43亿元。截至2013年底，公司没有计提资产减值准备。

2011~2013年，公司在建工程快速增长，年均增幅为154.59%，截至2013年底，公司在建工程为32.38亿元，同比增长109.08%。在建工程逐年增加，主要是由于近三年公司处于扩张期，煤气净化项目以及新疆项目处于建设期。2013年底在建工程项目主要有采用洁净煤气化技术进行原料结构调整工程（18.85亿元）、新疆能源化工30-52生产线项目（2.35亿元）和在建工程往来款（10.32亿元，为长周期设备的工程预付款，发票根据合同付款金额在约80%后才会开具）等。

公司无形资产主要由土地使用权构成。

2011~2013年，公司无形资产波动增长，年均增幅27.57%，其中2012年同比有所增长主要为采用洁净煤气化技术进行原料结构调整工程新增的土地使用权。截至2013年底，公司无形资产为2.17亿元，同比下降2.27%，为土地使用权调整所致。

截至2014年6月底，公司资产总额82.55亿元，其中流动资产合计17.46亿元，占21.15%，非流动资产合计65.09亿元，占78.85%。流动资产变动方面，应收账款较年初增加5335.47万元，主要为复合肥货款，上半年是复合肥出货旺季，产生应收账款；存货较2013年底有所回升，主要原因为公司80万吨尿素项目生产线投入运营后对原材料库存需求上升所致。非流动资产中，由于80万吨尿素项目生产线于2014年1月正式投产，并由在建工程转入固定资产中，在建工程下降，固定资产上升。

总体看，公司资产以非流动资产为主，流动资产中货币资金、预付账款及存货占比较高，非流动资产中固定资产、在建工程 and 无形资产占比较高，公司资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

2011~2013年公司负债总额快速增长，年均增长43.20%。截至2013年底，公司负债合计41.67亿元，其中流动负债占30.92%，非流动负债占69.08%。2011~2013年公司流动负债占比波动增长，债务结构尚可。

2011~2013年公司流动负债波动增长，年均增长16.29%，截至2013年底，公司流动负债合计12.89亿元。公司流动负债主要由应付票据（占20.19%）、应付账款（占28.00%）、预收款项（占31.97%）、其他应付款（占4.68%）和其他流动负债（占24.02%）构成。

2011~2013年，公司短期借款波动中有所下降。其中。2012年底短期借款同比大幅减少的主要原因为公司将2012年5月11日发行的

3.00 亿元短期融资券计入了“其他流动负债”科目；截至 2013 年底，公司短期借款为 0.40 亿元，较上年下降 73.33%，主要是由于公司货币资金较充裕，偿还了部分短期借款所致。

2011~2013 年，公司应付账款快速增长，年均增长 46.51%。截至 2013 年底，公司的应付账款为 3.61 亿元，同比增长 69.31%，主要为洁净煤气化项目工程设备款及新疆子公司项目工程款支出。应付账款中 1 年以内的应付账款占比为 89.84%。

2011~2013 年，公司预收款项快速增长，年均增长 67.88%。截至 2013 年底，公司预收款项为 4.12 亿元，同比增长 128.52%，主要是由于公司大客户合同签订多为货款预付。其中 1 年以内的预收款项占 99.59%。

截至 2013 年底，公司应付票据为 2.60 亿元，同比大幅增加 2.34 亿元，主要是由于煤炭行业低迷，公司煤炭采购中占据主动权，多用应付票据付款所致。

2011~2013 年，公司其他应付款不断下降。截至 2013 年底，公司其他应付款为 0.60 亿元，同比下降 17.35%，下降原因为公司 80 万吨尿素工程结束，工程质保金退还供应商。其他应付款主要由利息补贴、应付的工程款等组成。

2012 年和 2013 年，公司其他流动负债余额分别为 3.11 亿元和 3.09 亿元，分别为公司于 2012 年 5 月和 2013 年 5 月发行的两期 3 亿元短期融资券。

2011~2013 年，公司非流动负债快速增长，年均增长 63.31%。截至 2013 年底，公司非流动负债合计 28.79 亿元，同比增长 65.56%。公司非流动负债主要由长期借款（占 98.57%）和专项应付款（占 1.41%）构成。

2011~2013 年，公司长期借款快速增长，年均增长 63.08%。截至 2013 年底，公司长期借款为 28.38 亿元，同比增长 66.79%，主要原因为公司为了补充项目资金。截至 2013 年底，公司长期借款全部为信用借款，无保证贷款、

抵押和质押贷款。

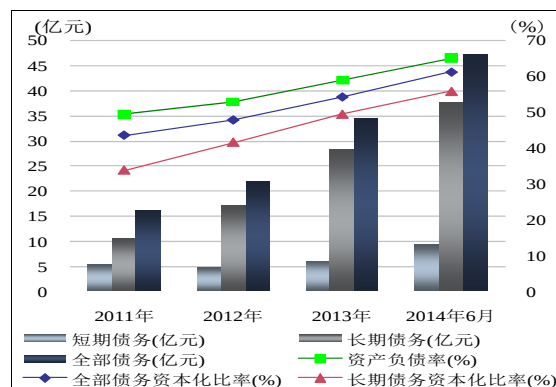
截至 2013 年底，公司专项应付款 0.41 亿元，同比增长 41.71%，主要为应付新乡县畜牧局款和安全费。

截至 2014 年 6 月底，公司负债合计 52.60 亿元，较 2013 年底增长 26.23%，主要是公司长短期债务快速增长所致。公司负债中流动负债为 17.49 亿元（占 33.25%），非流动负债为 35.11 亿元（占 66.75%）。其中，公司应付票据较年初增长 126.09%至 5.88 亿元，主要是由于公司采购煤炭过程中采用票据结算增加所致；公司应付账款较年初增长 78.44%至 6.44 亿元，主要系公司为新疆项目工程及设备付款储备；预收账款较年初减少 1.40 亿元，主要由于大客户合同执行完毕加上行业经营低迷所致；短期借款较年初增加 3.20 亿元，且均为信用借款。非流动负债方面，2014 年上半年公司新发行 2 亿元的非公开定向融资工具，2014 年 6 月底应付债券上升至 2.00 亿元。

从有息债务来看，2011~2013 年，公司有息债务快速增长，年均增长 46.42%，截至 2013 年底，公司的全部债务为 34.47 亿元，同比增长 57.54%，其中短期债务为 6.10 亿元（占 17.68%），长期债务为 28.38 亿元（占 82.32%）。

2011~2013 年，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三年加权平均分别为 55.17%、50.16%和 43.93%。其中 2013 年以上三个指标分别为 58.87%、54.22%和 49.36%。公司债务负担略有加重。

图 4 公司债务情况



资料来源：公司提供

截至 2014 年 6 月底, 公司全部债务为 44.13 亿元, 较 2013 年底增长 36.71%, 其中短期债务为 9.48 亿元 (占 21.48%), 长期债务为 34.65 亿元 (占 78.52%)。截至 2014 年 6 月底, 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 63.73%、59.58% 和 53.65%。

总体看, 受项目投资影响, 公司近期债务规模有所增长, 公司债务负担尚可。目前公司在建项目重点为新疆子公司的建设, 预计未来两年仍将有一定规模的投资支出, 债务负担可能还将有所上升。

所有者权益

2011~2013 年, 公司所有者权益合计快速增长, 年均增长 18.21%, 截至 2013 年底, 公司所有者权益合计为 29.11 亿元 (其中少数股东权益为 0.03 亿元)。公司 2011 年底实收资本较 2010 年底增加 2.80 亿元, 主要原因为公司母公司中国心连心对其增资 3 亿元 (截至 2011 年底实缴资本 2.80 亿元); 母公司中国心连心于 2012 年增加注册资本 0.2 亿元, 补足增资至 3 亿元 (“华勤会验字[2012]第 004 号”《验资报告》); 2013 年母公司中国心连心对公司增资 2.40 亿元以增加实收资本 (“华勤会验字[2013]第 0901 号”《验资报告》)。2013 年公司所有者权益构成为实收资本占 46.07%, 盈余公积占 6.85%, 未分配利润占 47.08%。

截至 2014 年 6 月底, 公司所有者权益合计 29.94 亿元 (其中少数股东权益为 0.01 亿元), 所有者权益构成上, 实收资本占 44.77%, 盈余公积占 6.65%, 未分配利润占 48.58%。

公司所有者权益中未分配利润占比大, 公司所有者权益稳定性较弱。

4. 现金流分析

随着公司收入规模的不断扩大, 公司经营活动现金流入呈上升趋势, 公司现金收入比基本维持较好水平, 2011~2013 年分别为 101.19%、101.83% 和 109.06%。公司经营性现

金流出方面, 公司购买商品、接受支付的现金逐年下降, 2011~2013 年分别为 31.53 亿元、26.92 亿元和 26.82 亿元, 2012 年大幅下降主要是受益于煤炭价格下行, 公司的采购成本有所下降, 而 2013 年较 2012 年基本保持稳定是由于虽然公司各产品产量有所上升, 但同时煤炭价格的走低使得总体的采购成本相对稳定。公司经营活动净现金流呈上升趋势, 近三年分别为 2.74 亿元、8.03 亿元和 9.66 亿元, 2012 年的快速攀升主要是由于经营活动现金流入量的增长以及购买商品、接受劳务支付的现金的大幅下降所致; 2013 年仍保持了较强的经营获现能力。2012 年和 2013 年公司经营活动产生的现金流净额高出当年的净利润较多的原因除了折旧和财务费用影响外, 主要是公司不断降低存货规模, 2013 年还由于公司经营性应付项目的大幅增加所致。

公司投资活动现金流入规模小; 近三年, 公司投资现金支出规模快速增长, 以在建项目资本性支出为主。2011~2013 年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -5.22 亿元、-12.32 亿元和 -16.19 亿元。

公司较强的经营获现能力为公司投资活动提供一定保障; 但由于公司目前处于扩张发展期, 自身经营获取的现金无法完全满足投资支出需求, 2011~2013 年, 公司筹资活动前产生的现金净额分别为 -2.48 亿元、-4.29 亿元和 -6.53 亿元, 公司筹资压力逐年增长但压力不大。公司筹资活动现金均呈净流入态势, 并以银行贷款和接受母公司增资为主, 其中近三年吸收投资收到的现金分别为 2.80 亿元、0.27 亿元和 2.40 亿元。2011~2013 年, 公司筹资活动现金流量净额分别为 5.46 亿元、4.36 亿元和 11.09 亿元。

2014 年 1~6 月, 公司经营活动现金流入量为 23.10 亿元, 同比增长 22.71%, 现金收入比小幅下降至 92.18%, 主要是受由预收款项确认收入影响; 经营活动净现金流为 4.31 亿元, 同比大幅增长 60.31%, 主要得益于公司经营性应付

项目的增加；投资活动净现金流为-7.93亿元，主要为在建工程的建设投资，筹资活动净现金流为5.44亿元。

总体看，随着公司经营规模的扩大，公司经营净现金流持续增长；近年来，公司投资规模逐渐增加，自身经营获取的现金无法完全满足投资支出需求，进入 2014 年公司经营压力加大，经营获现能力可持续性较弱，公司或将面临一定的外部融资压力。

5. 盈利能力

2011~2013 年，公司营业收入年均增长 3.31%，2013 年公司全年实现营业收入 40.00 亿元，同比基本保持稳定；而同期，公司营业成本逐年下滑，年均下降 1.95%，主要是由于 2012 年以来国内大宗产品（包括煤炭）的价格持续下降，以及公司通过不断加强生产管理和技术改造等途径实现成本控制，使得公司生产成本相应降低；受上述因素影响，2011~2013 年，公司营业利润率逐年上升，分别为 13.77%、21.66%和 22.33%。

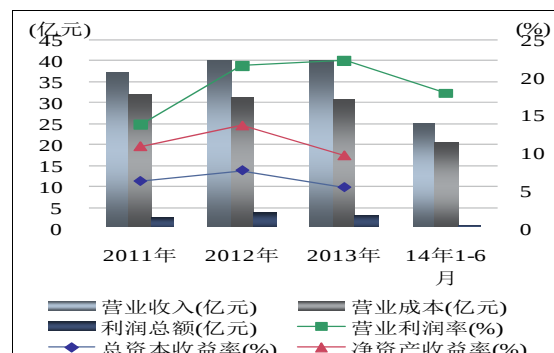
期间费用方面，2011~2013 年，公司期间费用占营业收入比重分别为 7.15%、11.90%和 13.87%，呈逐年上升态势，其中主要来自公司管理费用规模逐年增加的影响，年均增长 81.57%，主要是由于公司人员增加导致工资及福利费上涨；公司新疆生产基地项目建设过程中公司本部管理人员前去视察协调导致其差旅费用上升；公司持续研发新产品，每年的研发费用基本占到营业收入的 3.1%左右，导致管理费用较高。

从盈利指标看，2011~2013 年总资本收益率和净资产收益率波动下降，近三年加权均值分别为 5.58%和 11.11%，2013 年分别为 4.60%和 9.67%，同比分别下降 2.71 和 4.00 个百分点，主要是由于公司新增产能和对此项目的股东增资的经济效益没有体现所致。

2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 25.06 亿元，较 2013 年同期增长 25.32%；利润总额

0.99 亿元，较 2013 年同期大幅下降 57.17%，主要是受市场低迷影响，盈利能力下降。

图 5 公司盈利能力



资料来源：公司提供

总体上，2011~2013 年公司由于生产规模的扩大，加之 2012 年以来国内大宗产品（包括煤炭）的价格大幅下降，利润率指标持续提高，公司盈利能力表现良好；公司主业突出，但受尿素行业影响波动大，进入 2014 年公司盈利能力下降，经营压力加大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013 年公司的流动比率处于下降趋势而速动比率逐年增长，两项指标三年均值分别为 116.38%和 79.98%；截至 2013 年底，公司的流动比率和速动比率分别为 111.32%和 90.96%。公司经营现金流负债比近三年波动上升，三年平均为 68.84%，2013 年为 74.94%。2014 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别下降至 99.83%和 83.35%。总体上，公司的短期偿债能力适宜。

从长期偿债能力指标看，2011~2013 年公司 EBITDA 波动增长，年均增长 8.97%，分别为 5.17 亿元、6.55 亿元和 6.14 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 6.07 倍、5.75 倍和 3.83 倍；全部债务/EBITDA 分别为 3.11 倍、3.34 倍和 5.61 倍。随着公司债务规模不断增长，公司长期偿债指标有所弱化；但由于近三年公司盈利能力较强，长期偿债指标水平仍较好。总体上看，公司整体偿债能力较好。

截至 2013 年底，公司共获得各大商业银

行授信总额 53.26 亿元，其中已使用额度 28.78 亿元，未使用额度 24.48 亿元，公司间接融资渠道较畅通。

截至 2014 年 6 月底，公司无对外担保。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号：B201407240041341032），截至 2014 年 7 月 24 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司为传统大型尿素生产企业，规模优势突出；公司拓展上游煤炭生产领域，有利于公司增强成本控制能力，进而提升抵御行业产能过剩风险的能力。综合来看，公司抗风险能力较强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司计划本期中期票据发行额度为 3.00 亿元，占公司 2014 年 6 月底长期债务的 8.66%，全部债务的 6.80%，对公司现有债务结构影响不大。

截至 2014 年 6 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 63.73% 和 59.58%。本期中期票据发行后，上述指标将分别小幅上升至 65.00% 和 61.15%。但考虑到本期中期票据部分用于偿还银行贷款，公司实际债务率将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013 年，公司实现 EBITDA 分别为本期中票发行额度的 1.72 倍、2.18 倍和 2.05 倍，EBITDA 对本期中票偿还保障能力较好。

2011~2013 年，公司经营活动现金流入量分别为 38.08 亿元、40.86 亿元和 43.67 亿元，分别为本期中期票据本金的 12.69 倍、13.62

倍和 14.56 倍；公司经营活动现金流入量对本期中票的覆盖程度较高。2011~2013 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 2.74 亿元、8.03 亿元和 9.66 亿元，分别为本期中期票据额度的 0.91 倍、2.68 倍和 3.22 倍。公司经营活动现金流入净额对本期中票的覆盖程度较高。

综合以上分析，公司对本期中期票据的偿还能力适宜。

十、结论

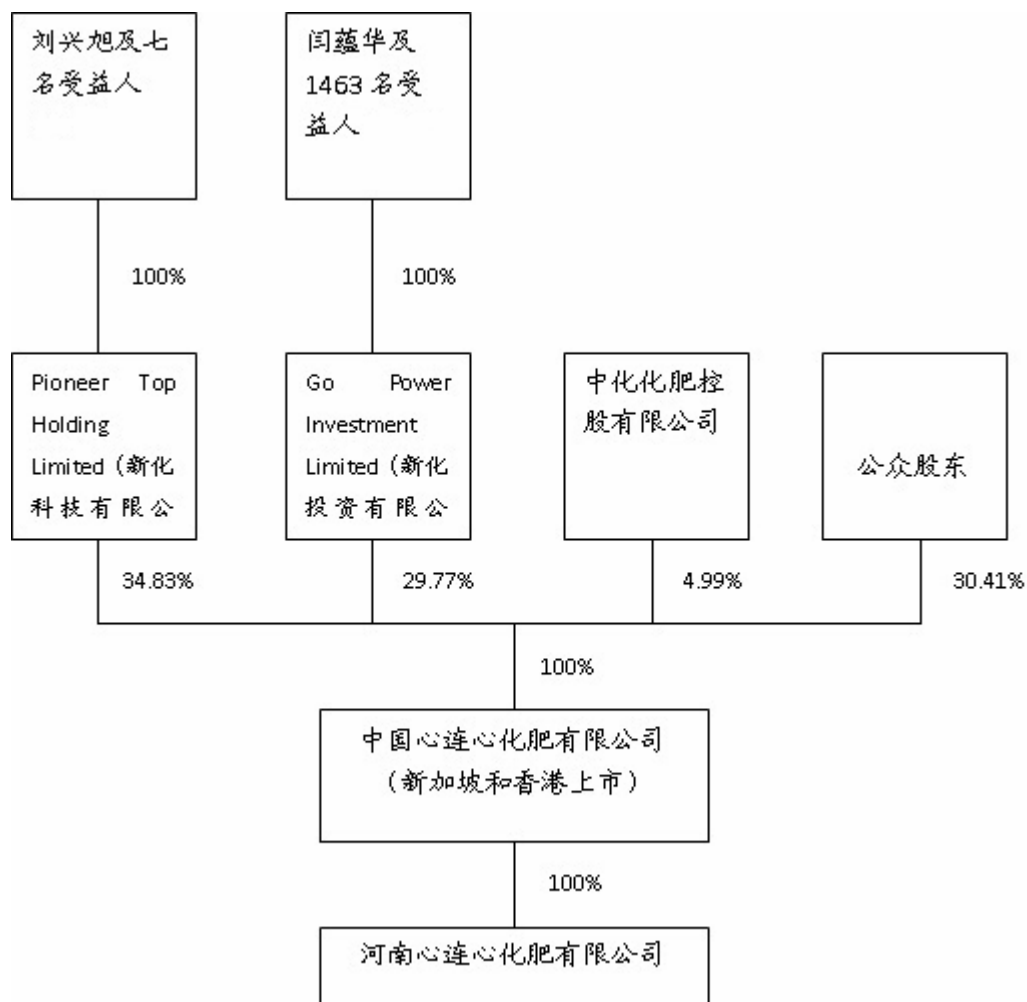
近年来，尿素行业产能持续过剩，行业竞争压力长期存在。公司是中国传统大型尿素生产企业，产品质量好，品牌知名度高，竞争优势明显。

近三年来公司营业收入持续增长，受益于煤炭价格的持续走低以及公司较强的成本控制能力，公司盈利能力不断增强，经营获现能力较好。但是进入 2014 年以来，尿素行业产能过剩导致竞争加剧、产品价格进一步下跌，公司经营压力加大。由于公司尚处于扩张发展阶段，对项目建设的不断投入推动债务规模快速上升，预计未来一段时期，公司或将面临一定的外部融资压力。

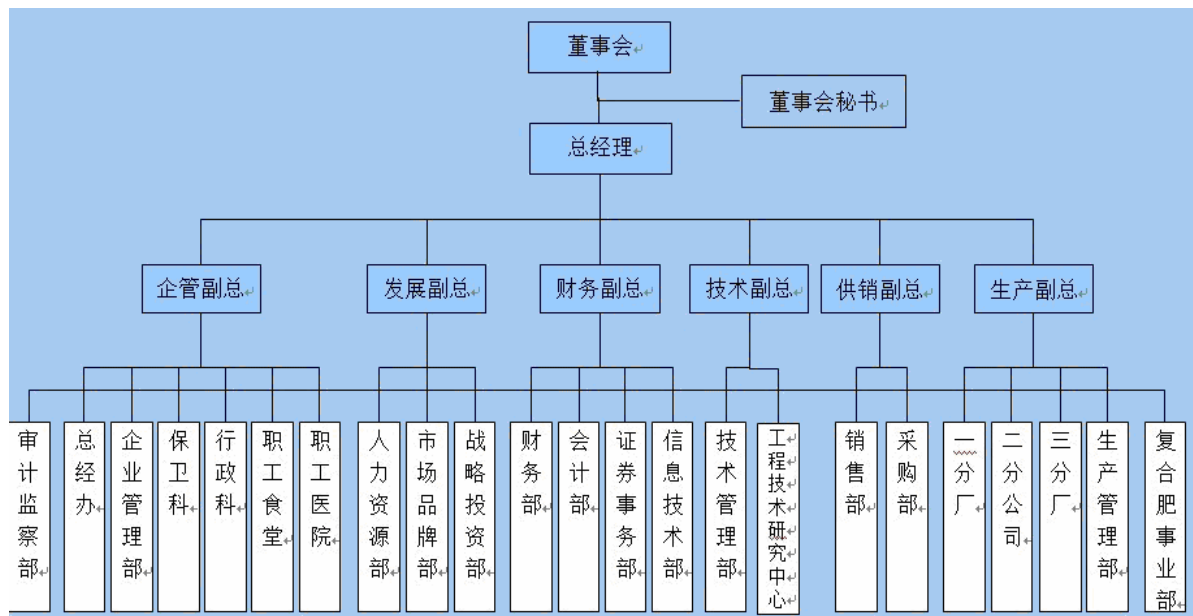
未来随着新投产生产线平稳运行后生产效率的逐步提高，产品生产成本有望进一步下降；同时，公司加大了上游煤炭生产领域的投入，对上游煤炭生产领域的投入有助于公司进一步加强成本控制优势。预计公司的盈利能力和综合竞争力有望新疆煤炭和化工生产项目的逐步投产和尿素行业落后产能的逐渐淘汰而得以提升。

公司经营活动现金流及 EBITDA 对本期中票覆盖能力较强。综合看，本期中期票据到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 截至 2013 年底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.81	4.88	9.45	11.28
资产总额(亿元)	41.16	50.69	70.79	82.55
所有者权益(亿元)	20.83	23.90	29.11	29.94
短期债务(亿元)	5.41	4.87	6.10	9.48
长期债务(亿元)	10.67	17.01	28.38	34.65
全部债务(亿元)	16.08	21.88	34.47	44.13
营业收入(亿元)	37.48	40.01	40.00	25.06
利润总额(亿元)	2.60	3.85	3.34	0.99
EBITDA(亿元)	5.17	6.55	6.14	--
经营性净现金流(亿元)	2.74	8.03	9.66	4.31
财务指标				
销售债权周转次数(次)	225.23	153.57	236.76	--
存货周转次数(次)	10.89	6.11	8.94	--
总资产周转次数(次)	1.82	0.87	0.66	--
现金收入比(%)	101.19	101.83	109.06	92.18
营业利润率(%)	13.77	21.66	22.33	17.95
总资本收益率(%)	7.51	8.21	4.60	--
净资产收益率(%)	10.89	13.67	9.67	--
长期债务资本化比率(%)	33.87	41.59	49.36	53.65
全部债务资本化比率(%)	43.56	47.80	54.22	59.58
资产负债率(%)	49.38	52.86	58.87	63.73
流动比率(%)	128.90	116.46	111.32	99.83
速动比率(%)	66.69	70.54	90.96	83.35
经营现金流动负债比(%)	28.80	85.37	74.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.07	5.75	3.83	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.11	3.34	5.61	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	12.69	13.62	14.56	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.91	2.68	3.22	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.72	2.18	2.05	--

注：2014 年上半年财务数据未经审计。

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	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 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 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 河南心连心化肥有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

河南心连心化肥有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。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，河南心连心化肥有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注河南心连心化肥有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现河南心连心化肥有限公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如河南心连心化肥有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送河南心连心化肥有限公司、主管部门、交易机构等。

