

跟踪评级公告

联合[2015] 2244 号

联合资信维持河南心连心化肥有限公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15 心连心 MTN001” AA 的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十月二十八日



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

河南心连心化肥有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 心连心 MTN001	3 亿元	2015/08/05-2018/08/05	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 10 月 28 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
现金类资产(亿元)	4.88	9.45	11.25	9.99
资产总额(亿元)	50.69	70.79	92.38	99.24
所有者权益合计(亿元)	23.90	29.11	31.76	34.28
短期债务(亿元)	4.87	6.10	17.99	18.52
全部债务(亿元)	21.88	34.47	49.13	55.54
营业收入(亿元)	40.01	40.00	53.65	30.06
利润总额(亿元)	3.85	3.34	3.15	3.04
EBITDA(亿元)	6.55	6.14	8.50	--
经营性净现金流(亿元)	8.03	9.66	12.14	4.39
营业利润率(%)	21.66	22.33	20.31	27.05
净资产收益率(%)	13.67	9.67	8.35	--
资产负债率(%)	52.86	58.87	65.61	65.46
全部债务资本化比率(%)	47.80	54.22	60.73	61.84
流动比率(%)	116.46	111.32	63.17	74.81
全部债务/EBITDA(倍)	3.34	5.61	5.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.75	3.83	4.16	--
经营现金流动负债比(%)	85.37	74.94	41.89	--

注: 1. 2015 年 1~6 月财务数据未经审计;

2. 其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务。

分析师

唐岩 牛文婧

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

河南心连心化肥有限公司(以下称“公司”)是国内大型民营化肥生产企业,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级,反映了其在生产规模、盈利能力、区位优势、市场地位等方面具备的综合优势。跟踪期内,受益于公司第四条生产线的投产,公司产品产量和营业收入大幅增长;同时联合资信也关注到尿素行业竞争激烈、尿素价格大幅下跌以及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。未来随着新疆化工项目的投产,公司规模及产能将进一步增加,并且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。

综合考虑,联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“15 心连心 MTN001”AA 的信用等级。

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,区位优势。
3. 跟踪期内,受益于公司销量的增加,营业收入规模大幅增长。
4. 公司经营活动现金流对存续期债券保障能力强。

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,公司债务规模趋增。

3. 2014 年，受尿素价格大幅下跌的影响，公司盈利能力有所下降。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于河南心连心化肥有限公司主体长期信用及“15 心连心 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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,为中国心连心全资子公司。后经中国心连心多次出资,截至2015年6月底,公司注册资本增长至人民币16.00亿元¹,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)、磷酸一胺、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。

截至2015年6月底,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)²,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2014年底,公司(合并)资产总额92.38亿元,所有者权益合计31.76亿元(含少数股东权益-0.01亿元³);2014年公司实现营业收入53.65亿元,利润总额3.15亿元。

截至2015年6月底,公司(合并)资产总额99.24亿元,所有者权益合计34.28亿元;2015年1~6月公司实现营业收入30.06亿元,利润总额3.04亿元。

公司注册地址:中国河南新乡市经济开发区(小冀镇);法定代表人:刘兴旭。

三、宏观经济和政策环境

2014年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为,在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万,调查失业率稳定在5.1%左右,居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务

¹ 现汇出资,2017年12月31日前缴足注册资本。

² 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。

³ 子公司农心公司亏损,根据会计法规定,由未分配利润调至少数股东权益,所以为-0.01亿元。

业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一

定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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原地区，50% 以上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。

2014 年，河南省实现生产总值 34939.38 亿元，比上年增长 8.9%。其中，第一产业增加值 4260.81 亿元，增长 4.1%；第二产业增加值 17902.67 亿元，增长 9.6%；第三产业增加值 12875.90 亿元，增长 9.4%。三次产业结构为 11.9:51.2:36.9。总体来看，2014 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，2014 年河南播种面积达 10209.83 千公顷，比上年增长 1.3%；全年粮食产量达 5772.30 万

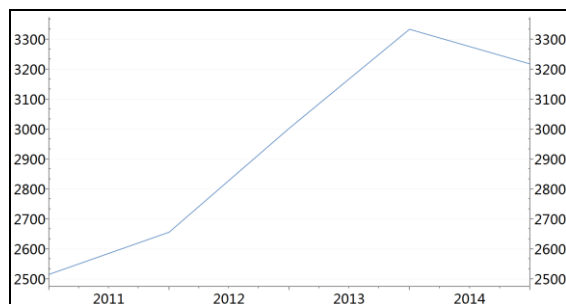
吨,同比增长 1.0%,居全国第二位。种植业是在河南农业中占主导地位的产业,是小麦、玉米、棉花、油料和烟叶等农作物的主要生产基地,对化肥需求较为旺盛。

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

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。

图 1 2010~2014 年中国尿素(折纯)产量
(单位:万吨)



资料来源: Wind 资讯

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。中国是世界上最大的尿素生产国,截至2014年底,中国尿素实物产能达到约8070万吨⁴,较上年增加13.18%。2012年受煤炭价格下跌、利润空间扩大的刺激,国内尿素生产企业开工率超过77%,全年尿素(折纯)产量为3003.83万吨。2013年,全年尿素(折纯)产量为3333.18万吨,较2012年增长10.96%,企业平均开工率不足80%。进入2014年,全国

尿素产量增速相比前两年有所减缓,截至2014年底,全国尿素(折纯)产量为3217.83万吨,同比下降3.46%。

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。近年来,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。

表 1 2012~2014 年中国尿素进出口量
(单位:万吨)

年份	进口量	出口量
2012	17.10	694.79
2013	3.04	826.53
2014	0.59	1361.55

资料来源: Wind 资讯

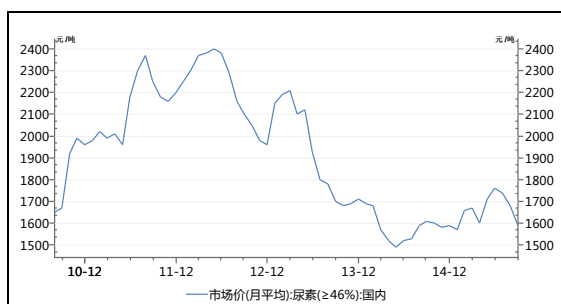
下游需求方面,中国尿素需求主要来自于国内农业用肥(工业用肥尽管近年来增长较快,但目前所占比例仅为10%左右)和对外出口,由于国内市场饱和,出口策略是国内尿素企业的通用选择。2014年全年,中国尿素出口量为1361.55万吨。虽然尿素出口量攀升,但2014年中国尿素需求量约为6500万吨,面对8070万吨/年的产能,约有1500万吨/年的产能过剩。2014年度,中国尿素产能持续增加,给已处于产能过剩的尿素行业带来更大的压力,尿素价格持续下行压力大。

⁴ 尿素分子量为 60.06,理论上 2.144 吨尿素折纯氮为 1 吨。

中国农业生产呈小型化、分散化格局，农户对于尿素产品的议价能力较弱，同时各地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，但受产能过剩、市场竞争激烈等因素影响，尿素行业的议价能力有所削弱。

市场价格方面，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，至2013年一季度。2013年4月份开始，受气候、科学施肥技术推广等，以及煤价于低位运行的因素，尿素价格持续下跌，到2013年12月，尿素（ $\geq 46\%$ ）月平均价格为1710元/吨，同比下降12.80%。进入2014年，尿素价格持续下跌，2014年5月，尿素价格跌至低点1490元/吨，6月开始，尿素价格波动中不断回升。2015年上半年，尿素价格波动上升，最高达1760元/吨（2015年6月），随后尿素价格一路下跌，三季度末，尿素价格回落至1590元/吨。

图2 2010~2015年9月国内尿素（ $\geq 46\%$ ）市场价
(单位：元/吨)



资料来源：Wind 资讯

为保持尿素行业健康发展，化解产能过剩局面，尿素出口成为改善供求关系的重要措施，出口关税政策逐渐放松。《2013 年关税实施方案》自 2013 年 1 月 1 日起实施，其中涉及尿素行业的出口关税细则调整主要包括：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。《2014 年关税实施方案》自 2014 年 1 月 1 日起实施，进口关税方面，对尿素、复合肥、磷酸氢二铵三种化肥的配额税率执行 1%的税率，出口关税方面，对尿素取消基准价，淡季（7-10 月）执行 40 元/吨的从量税，旺季（1-6 月，11、12 月）执行 15%+40 元/吨的复合税率。2015 年尿素及磷铵出口关税政策放松趋势延续，取消了淡旺季差别关税制度，有利于企业根据国内国际市场行情灵活调节，增加淡季窗口期间相关化肥出口利润。

总体看，中国尿素行业将持续面临产能过剩带来的价格下行压力，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。

2. 企业规模

公司是中国规模最大的民营化肥生产企业，目前拥有新乡、新疆两大生产基地，尿素年产能 260 万吨，复合肥年产能 110 万吨，甲醇年产能 30 万吨。其中，新乡现有四条尿素生产线（分别对应一、二、三、四分厂），年产能 210 万吨，前三条为固定床联醇工艺，即既生产尿素又生产甲醇（甲醇年产能 30 万吨），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和 BB 肥生产线，年产

能 95 万吨。新疆生产基地于 2015 年 8 月投料成功，年产能尿素 50 万吨，三聚氰胺 10 万吨，复合肥 15 万吨。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

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。

2014 年公司实现主营业务收入 50.87 亿元，同比增长 29.21%，主要系尿素产品收入大幅增长所致。从营业收入构成来看，2014 年尿素实现营业收入 30.05 亿元，同比增长 33.67%，主要系公司第四条生产线投产所致；2014 年复合肥和甲醇销量稳步增长，营业收入分别增加至 12.45 亿元和 6.78 亿元；公司其他产品主要氨水、液氨和粗醇，2014 年营业收入大幅增长至 1.59 亿元，主要系粗醇产品在 2013 年 9 月开始生产销售所致。

表 2 2012~2015 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	2012 年		2013 年		2014 年		2015 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	25.01	26.99	22.48	26.06	30.05	20.68	16.06	31.88
复合肥	9.35	16.49	10.16	10.17	12.45	17.90	8.98	25.72
甲醇	4.99	6.07	6.06	23.37	6.78	26.30	3.04	16.45
其它	0.14	17.54	0.67	83.51	1.59	25.59	0.78	14.10
合计	39.49	21.82	39.37	22.51	50.87	20.90	28.86	27.85

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，2014 年公司综合毛利率为 20.90%，较上年下降 1.61 个百分点。其中，尿素毛利率为 20.68%，较上年下降 5.38 个百分点，主要系 2014 年尿素产品价格大幅下降所致；受生产成本下降影响，复合肥和甲醇的毛利率均有所上升，分别为 17.90%和 26.30%。

2015 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 28.86 亿元，综合毛利率为 27.85%，产品结构较上年变化不大。其中，尿素实现营业收入 16.06 亿元，较上年同期增长 11.76%，主要受益于尿素产品价格的回升；复合肥实现营业收入 8.98 亿元，较上年同期增长 60.64%，主要系复合肥销量同比大幅增加所致。

总体看，跟踪期内，受益于第四条生产线的投产，公司收入规模大幅增长；同时，由于公司产品结构相对单一，毛利率水平受尿素行业波动影响较大。

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，四分厂全部采用粉煤。目前煤炭资源全部依赖外购。2014 年，公司块煤采购量为 127.77 万吨，粉煤采购量为 129.94 万吨，采购总金额为 20.24 亿元，煤炭总采购量和采购总金额同比均有所上升，主要

系 2014 年公司新建产能释放所致。2015 年 1~6 月，公司块煤和粉煤的采购量分别为 66.98 万吨和 65.01 万吨，采购总金额为 9.22 亿元。

表 3 公司 2012~2015 年 6 月煤炭采购价格

时间	无烟块煤采购均价 (元/吨)	粉煤采购均价 (元/吨)
2012 年	1349.25	748.50
2013 年	1163.92	650.57
2014 年	962.41	552.92
2015 年 1~6 月	885.3	482.46

资料来源：公司提供

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，2012~2014 年，公司年均耗电约 12.61 亿千瓦时。目前公司拥有三组发电设备，年发电能力为 10.7 亿千瓦时，可在一定程度上保障公司稳定的电力供应。2014 年公司外购电量 14.59 亿千瓦时，外购电的成本为 6.03 亿元，公司自发电的发电量贡献占比约为 17%⁵。公司自成立以来未经历任何重大电力短缺。

公司通过预付电汇、承兑款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集团公司，主要位于山西省、河南省，如焦作煤业集团、皇城相府集团、华润大宁煤矿等，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。

总体看，公司所处地区煤炭资源充足，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

目前，公司主要产品生产能力分别为尿素 260 万吨、复合肥 110 万吨、甲醇 30 万吨，同时年发电能力 10.7 亿千瓦时。其中，新乡 45-80 项目于 2013 年 12 月顺利建成投运，尿素规模升至 210 万吨，复合肥升至 95 万吨，建成两套低压甲醇，产能由 10 万吨增至 30 万吨；新疆 28-48 项目尿素部分是于 2015 年 8 月成功投产，尿素规模升至 260 万吨，复合肥升至 110 万吨，三聚氰胺产能规模将为 10 万吨。

产品产量方面（见表 4），2014 年受益于公司第四条生产线的投产，公司产品产量均有所增长。其中，尿素产量为 216.11 万吨，大于当年 210 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；复合肥产量为 53.44 万吨，产能利用率偏低主要是由于市场复合肥销售淡季较为明显，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；甲醇产量为 33.67 万吨，大于设计产能（30 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。2015 年 1~6 月，公司尿素、复合肥和甲醇的产量分别为 115.53 万吨、35.51 万吨和 17.96 万吨。

生产成本方面（见表 5），由于原材料煤炭占尿素成本的 60%，跟踪期内，受原材料两煤（无烟煤和粉煤）的价格大幅下跌影响，公司各产品平均成本均大幅下降。

4. 产品销售

公司尿素产品主要在中原市场（河南、山东及河北）销售，其余销往华东（苏浙皖）、东北市场（黑吉辽、内蒙）、华中（两湖、江

⁵ 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。

西)、华南(两广、福建)及西南等地,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。甲醇产品主要在河南销售,占比 48%左右,其余销往山东、江苏、湖北、安徽等地。

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约为 1%,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	2012 年		2013 年		2014 年		2015 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	131.61	116.77	134.66	121.93	216.11	212.18	115.53	117.92
复合肥	39.81	37.33	50.37	47.11	53.44	60.53	35.51	41.22
甲醇	22.32	22.25	27.32	27.39	33.67	33.83	17.96	17.90

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 2015 年 6 月底,公司有 600 余家一级经销商,2014 年一级经销商销售产品分别占公司总收入的 85.00%左右。此外公司在中国约有 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,受煤炭价格持续下降的传

导和产能过剩的影响,2014 年各产品价格大幅下降,尿素、复合肥和甲醇的销售均价分别为 1533.58 元/吨、2058.17 元/吨和 2005.25 元/吨。2015 年上半年,公司推行差异化产品,尤其是控失尿素、复合肥水溶肥等新产品,加上公司调整相关销售政策,使得尿素、复合肥售价回升;甲醇售价仍受下游产品市场的影响,价格持续低迷。

表 5 公司主要产品平均成本和平均售价情况

项 目	2012 年		2013 年		2014 年		2015 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	1563.59	2141.52	1359.83	1844.31	1213.97	1533.58	1108.62	1623.20
复合肥	2090.11	2504.79	1855.26	2210.12	1711.39	2058.17	1701.69	2180.36
甲醇	2105.99	2242.05	1693.54	2158.39	1477.51	2005.25	1427.28	1708.09

资料来源:公司提供

因公司产品质量过硬,市场认知度高,公

司议价能力较强,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。

跟踪期内，公司主要产品的产销量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；但同时受煤炭价格持续下降的传导和产能过剩的影响，公司产品的平均售价有所下降。

5. 经营效率

2012~2014 年，公司销售债权周转次数波动上升，三年加权平均值为 203.16 次；公司存货周转次数不断上升，三年加权平均值为 10.98 次；总资产周转次数有所下降，三年加权平均值为 0.70 次。2014 年以上三项指标分别为 202.84 次、14.16 次和 0.66 次。公司周转

效率较高，整体经营效率较好。

6. 未来发展

根据公司三年发展规划（2016-2018 年），公司的发展思路是：坚持聚焦煤化工发展方向，坚持“总成本领先和差异化相结合”的竞争策略。实现四个领先，即“成本消耗行业领先、技术水平行业领先、品牌营销市场领先、安全环保行业领先”。到 2018 年，公司要实现销售收入超过 130 亿元，利税超过 10 亿元，高效肥销售收入占化肥销售收入比重达到 80%以上。

截至 2015 年 6 月底，公司在建项目 3 个，总投资预算 28.99 亿元，已完成投资 22.03 亿元，资金来源除自有资金外，其余依靠银行贷款解决。

表 6 截至 2015 年 6 月底公司主要在建项目（单位：亿元）

项目名称	项目概况	总投资预算	资金筹措方案		截至 2015 年 6 月底已投资金额	计划投资金额		
			贷款	自筹		2015	2016	2017
新疆项目	年产 28 万吨合成氨 48 万吨尿素、10 万吨三聚氰胺。	27.54	18.50	9.04	21.96	1.30	4.28	--
60 万吨硝基复合肥项目	年产 60 万吨硝基肥项目	0.85		0.85	0.0034	0.1766	0.67	--
氮肥工业研究中心项目	项目是集研究、试验、展览、培训、办公为一体的综合性科技生态园区	0.60		0.60	0.0669	0.247	0.2861	--
合计		28.99	18.50	10.49	22.03	1.72	5.24	--

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的 2014 年财务报告经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司财务报表合并范围较上年底未发生变化。公司提供的 2015 年上半年财务报表未经审计。

截至 2014 年底，公司资产合计 92.38 亿元，所有者权益合计 31.76 亿元（含少数股东权益 -0.01 亿元）；2014 年，公司实现营业总收入 53.65 亿元，利润总额 3.15 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司资产合计 99.24 亿元，所有者权益合计 34.28 亿元；2015 年 1~6 月，公司实现营业总收入 30.06 亿元，利润总

额 3.04 亿元。

1. 盈利能力

2014 年，受益于公司第四条生产线投产，公司营业收入大幅增长，同比增长 34.14%，为 53.65 亿元；同期，公司营业成本同比增长 37.63%，为 42.70 亿元。受市场低迷影响，公司营业利润率为 20.31%，较上年下降 2.02 个百分点。

期间费用方面，2014 年，受公司产量及有息债务规模大幅增长影响，公司销售费用和财务费用大幅增长致期间费用同比增长 41.10%，其中，销售费用 1.96 亿元，同比增长 137.93%，财务费用 2.01 亿元，同比增长 155.91%。公司

期间费用率较上年有所增长，为 14.59%。

非经常性损益方面，2014 年，公司实现营业外收入 0.13 亿元，主要为罚款净收入和政府补助收入，发生营业外支出 0.05 亿元，主要为固定资产处置损失。

2014 年，公司实现利润总额 3.15 亿元，同比下降 5.64%，净利润为 2.65 亿元。

从盈利指标看，主要受公司净利润规模下降影响，公司总资本收益率及净资产收益率均较上年有所下降，分别为 5.81%和 8.35%。

2015 年 1~6 月，公司实现营业总收入 30.06 亿元，占 2014 年全年的 56.03%，同期，公司发生营业成本 21.90 亿元，实现利润总额 3.04 亿元。同期，受益于原材料成本下降，公司营业利润率提升至 27.05%。

总体看，跟踪期内，受益于公司新生产线投产，公司收入规模大幅增长；但受期间费用大幅增长和尿素价格下降影响，公司盈利能力有所下降。2015 年以来，受煤炭成本下降，上半年尿素价格上升，公司提高差异化高效肥产品占比等影响，公司盈利能力较 2014 年有所提升。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2014 年，随着公司收入规模的提升，公司经营活动现金流入量同比增长 28.07%，为 55.92 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；同期，公司经营活动现金流出量为 43.78 亿元，同比增长 28.73%。经营活动现金流量净额为 12.14 亿元。现金收入质量方面，公司现金收入比为 104.00%，收现质量良好。

投资活动现金流方面，2014 年，公司投资活动现金流量净额保持净流出，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金 16.55 亿元。公司投资活动现金流量净额为-16.55 亿元，较上年变化不大。公司经营活动现金流量净额不能够满足投资活动所需，存在一定的对外融资压力。

筹资活动现金流方面，2014 年，由于公司投资规模保持较大规模，公司筹资活动现金流保持净流入状态，筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金 23.81 亿元，筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金 15.54 亿元和分配股利、利润或偿付利息支付的现金 2.10 亿元，公司筹资活动现金流量净额为 6.26 亿元。

2015 年 1~6 月，公司经营活动现金流入量为 28.93 亿元，现金收入比为 95.98%，经营活动现金流量净额为 4.39 亿元；公司投资活动现金流中，购建固定资产、无形资产等支付的现金为 6.25 亿元，投资支付的现金 3.62 亿元，投资活动现金流量净额为-9.87 亿元；公司筹资活动现金流入量为 11.80 亿元，其中取得借款收到的现金 11.65 亿元，筹资活动现金流出 7.72 亿元，筹资活动现金流量净额为 4.08 亿元。

总体看，跟踪期内，公司主要依赖对上下游占款的增加，经营获现能力保持较好状态，投资规模较大，公司面临一定筹资压力。

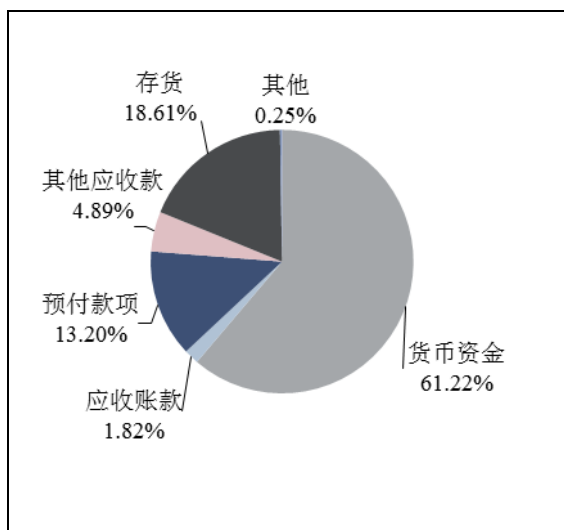
3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司资产总额为 92.38 亿元，同比增长 30.50%，主要系固定资产增长所致，其中流动资产 18.31 亿元，占 19.82%，非流动资产 74.07 亿元，占 80.18%，公司资产结构较上年变化不大。

截至 2014 年底，公司流动资产合计 18.31 亿元，较上年底增长 27.62%，主要来自货币资金增长，其中货币资金占 61.22%，预付款项占 13.20%，存货占 18.61%。

图 3 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司货币资金合计 11.21 亿元，同比增长 19.06%，其中货币存款 3.90 亿元，其他货币资金 7.31 亿元，主要为银行承兑保证金，公司为改善资金情况，降低财务费用，煤炭结算以银行承兑居多。受限资金占货币资金的 65.21%，公司受限资金占比较高。

截至 2014 年底，公司预付款项 2.42 亿元，同比增长 30.79%，主要为复合肥原材料预付款，预付款项欠款前五名单位合计 0.87 亿元，占公司预付款项总额的 35.96%。

截至 2014 年底，公司存货 3.41 亿元，同比增长 29.88%，主要系四分厂投产致原材料库存增加所致，其中原材料 2.08 亿元，库存商品 1.26 亿元，公司未对存货计提跌价准备。

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 74.07 亿元，较上年底大幅增长 31.23%，主要系固定资产增长所致，其中固定资产占 63.08%，在建工程占 32.57%，无形资产占 3.22%。

截至 2014 年底，公司固定资产净值为 47.25 亿元，较上年底大幅增长，主要系第四条生产线投产所致。公司固定资产原价 60.71 亿元，其中房屋建筑物占 18.41%，机器设备占 71.07%，共计提累计折旧 13.46 亿元。

截至 2014 年底，公司在建工程为 24.12

亿元，同比减少 25.50%，其中本期增加主要来自新疆能源化工 30-52 生产线项目（本期增加 16.33 亿元），本期减少主要来自采用洁净煤气化技术进行原料结构调整项目（本期减少 27.29 亿元）。

截至 2014 年底，公司无形资产账面价值为 2.39 亿元，同比增长 10.30%，增加全部来自土地使用权，无形资产中土地使用权占 80.96%，采矿权占 18.57%。

截至 2015 年 6 月底，公司资产总额为 99.24 亿元，较上年底增长 7.43%，增长主要来自其他流动资产和在建工程，其中流动资产占 20.64%，非流动资产占 79.36%。公司货币资金为 9.81 亿元，较上年底减少 12.49%，主要系公司自有资金偿还借款所致；公司新增其他流动资产 2.65 亿元，主要为对母公司借款；公司在建工程 27.63 亿元，主要系 30-52 项目、煤矿技改等项目投资增加。

总体看，跟踪期内，受新生产线投产影响，公司资产规模有所增长，公司资产以非流动资产为主，资产质量较好。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 31.76 亿元（含少数股东权益-0.01 亿元），同比增长 9.11%，主要系未分配利润增长所致。归属于母公司权益中，实收资本占 42.17%，盈余公积占 7.20%，未分配利润占 50.63%。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益合计 34.28 亿元，较上年底增长 7.91%，增长主要来自未分配利润，权益结构较上年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益稳定性较弱。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 60.61 亿元，同比增长 45.44%，主要系当年项目建设投入增加致负债规模增长；其中流动负债占 47.81%，非流动负债占 52.19%。

截至 2014 年底，公司流动负债合计 28.98

亿元，较上年底大幅增长，增长主要来自短期借款、应付票据和应付账款，其中短期借款占 31.07%，应付票据占 31.01%，应付账款占 28.22%，预收款项占 16.89%。

截至 2014 年底，公司短期借款为 9.00 亿元，较上年底大幅增长，主要由长期借款转入，全部为信用借款。

截至 2014 年底，公司应付票据为 8.99 亿元，较上年底大幅增长，主要系煤炭承兑票据增加所致，应付票据全部为银行承兑汇票。

截至 2014 年底，公司应付账款为 8.18 亿元，较上年底大幅增长，主要系经营应付款和工程应付款增加所致，其中账龄 1 年以内的占 90.99%，1 至 2 年的占 4.78%，2 至 3 年的占 3.18%，3 年以上的占 1.05%。

截至 2014 年底，公司预收款项为 4.90 亿元，同比增长 18.83%，主要系四分厂投产致尿素销售增加所致，其中账龄 1 年以内的占 96.48%。

截至 2014 年底，公司非流动负债合计 31.63 亿元，同比增长 9.87%，主要为长期借款，占 98.57%。

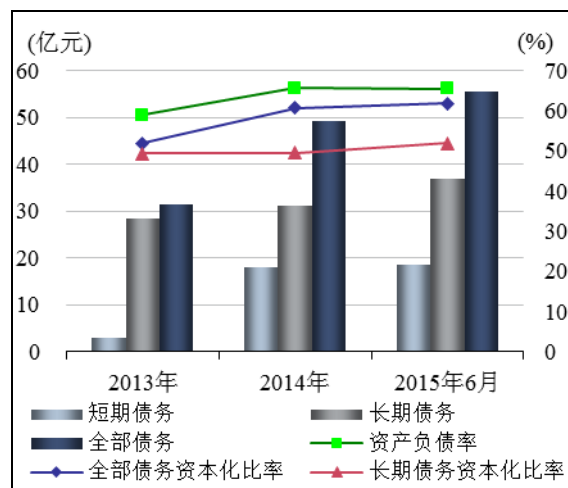
截至 2014 年底，公司长期借款为 29.14 亿元，同比增长 2.69%，全部为信用借款；应付债券为 2.00 亿元，为 2014 年 5 月 22 日公司发行的私募债，期限 3 年。

有息债务方面，截至 2014 年底，公司全部债务同比大幅增长 42.52%，为 49.13 亿元，其中短期债务 17.99 亿元（占 36.62%），长期债务 31.14 亿元（占 63.38%）。公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均较上年有所增长，分别为 65.61%、49.50% 和 60.73%。

截至 2015 年 6 月底，公司负债合计 64.96 亿元，较上年底增长 7.18%，增长主要来自长期借款和应付债券。其中流动负债为 27.39 亿元（占 42.16%），较上年底下降 5.50%，主要系应付账款和预收款项减少所致，非流动负债为 37.58 亿元（占 57.84%），较上年底增长

18.80%。公司全部债务较上年底继续增长，为 55.54 亿元，其中短期债务 18.52 亿元（占 33.34%），长期债务 37.03 亿元（占 66.66%），公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 65.46%、51.93% 和 61.84%。

图 4 公司有息债务情况



资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，受项目建设投入增加影响，公司债务规模快速增长，有息债务规模较大，债务负担持续上升。

4. 偿债能力

短期偿债能力方面，受公司短期债务规模大幅增长影响，公司流动比率和速动比率均大幅下降，截至 2014 年底分别为 63.17% 和 51.41%，截至 2015 年 6 月底分别为 74.81% 和 60.44%；2014 年公司经营现金流动负债比为 41.89%。公司短期偿债能力指标较弱。

长期偿债能力方面，2014 年，公司 EBITDA 为 8.50 亿元，EBITDA 利息倍数为 4.16 倍，全部债务/EBITDA 为 5.78 倍，公司长期偿债能力指标均较上年有所弱化。考虑到公司主营业务盈利能力较强，总体看，公司整体偿债能力较好。

2014 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对“15 心连心 MTN001”的偿债保障倍数分别为 2.83 倍、

18.64 倍和 4.05 倍，公司 EBITDA、经营活动现金流对“15 心连心 MTN001”的偿付保障能力强。

截至 2015 年 6 月底，公司共获得商业银行授信额度 77.10 亿元，其中未使用额度 33.36 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2015 年 6 月底，公司无对外担保。

5. 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（机构信用代码证：G1041072100107410Z），截至 2015 年 8 月 28 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。

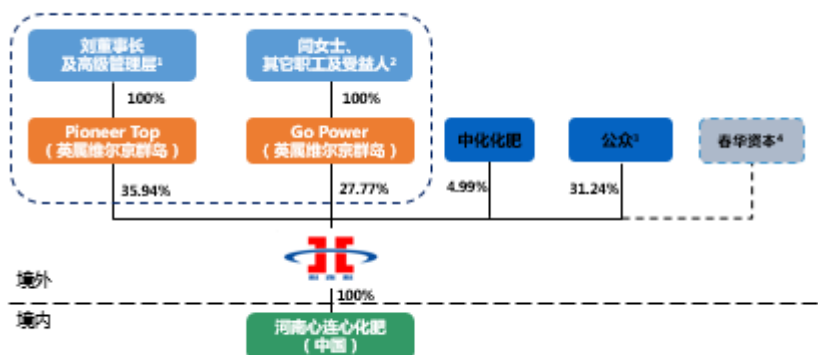
6. 抗风险能力

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。

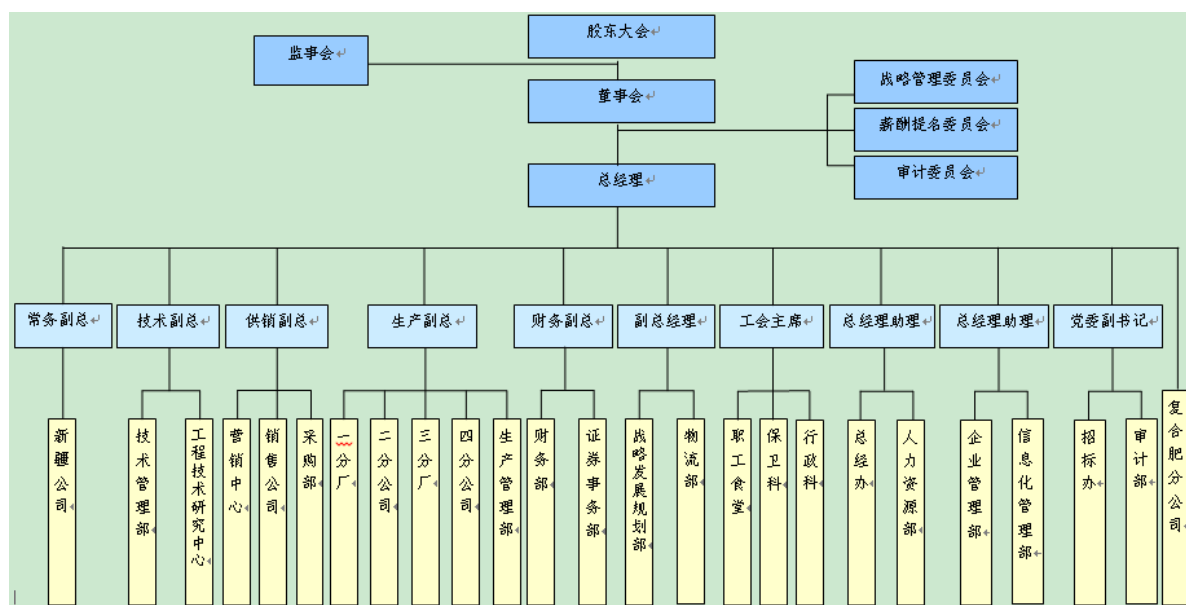
九、结论

综合考虑，联合资信维持河南心连心化肥有限公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15 心连心 MTN001”AA 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 截至 2015 年 6 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.88	9.45	11.25	9.99
资产总额(亿元)	50.69	70.79	92.38	99.24
所有者权益(亿元)	23.90	29.11	31.76	34.28
短期债务(亿元)	4.87	6.10	17.99	18.52
长期债务(亿元)	17.01	28.38	31.14	37.03
全部债务(亿元)	21.88	34.47	49.13	55.54
营业总收入(亿元)	40.01	40.00	53.65	30.06
利润总额(亿元)	3.85	3.34	3.15	3.04
EBITDA(亿元)	6.55	6.14	8.50	--
经营性净现金流(亿元)	8.03	9.66	12.14	4.39
财务指标				
销售债权周转次数(次)	153.57	236.76	202.84	--
存货周转次数(次)	6.11	8.94	14.16	--
总资产周转次数(次)	0.87	0.66	0.66	--
现金收入比(%)	101.83	109.06	104.00	95.98
营业利润率(%)	21.66	22.33	20.31	27.05
总资本收益率(%)	9.02	5.85	5.81	--
净资产收益率(%)	13.67	9.67	8.35	--
长期债务资本化比率(%)	41.59	49.36	49.50	51.93
全部债务资本化比率(%)	47.80	54.22	60.73	61.84
资产负债率(%)	52.86	58.87	65.61	65.46
流动比率(%)	116.46	111.32	63.17	74.81
速动比率(%)	70.54	90.96	51.41	60.44
经营现金流动负债比(%)	85.37	74.94	41.89	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.75	3.83	4.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.34	5.61	5.78	--

注：1. 2015 年 1~6 月财务数据未经审计；

2. 其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务。

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	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业总收入×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%

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。