跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1680 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定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

二零一六年七月二十五日

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：2016 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	9.45	11.25	9.58	10.66
资产总额(亿元)	70.79	92.38	110.49	111.13
所有者权益合计(亿元)	29.11	31.76	36.12	36.55
短期债务(亿元)	6.10	17.99	15.20	11.60
全部债务(亿元)	34.47	49.13	59.61	59.48
营业收入 (亿元)	40.00	53.65	60.02	14.42
利润总额 (亿元)	3.34	3.15	5.17	0.53
EBITDA(亿元)	6.14	8.50	11.30	--
经营性净现金流(亿元)	9.66	12.14	8.16	2.93
营业利润率(%)	22.33	20.31	25.78	19.48
净资产收益率(%)	9.67	8.35	12.20	--
资产负债率(%)	58.87	65.61	67.31	67.11
全部债务资本化比率(%)	54.22	60.73	62.27	61.94
流动比率(%)	111.32	63.17	88.12	97.67
全部债务/EBITDA(倍)	5.61	5.78	5.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.83	3.84	3.83	--
经营现金流动负债比(%)	74.94	41.89	27.78	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；
2. 其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务。

分析师

牛文婧　唐 岩
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、区位环境、市场地位等方面具备的综合优势。跟踪期内，受益于公司新疆生产线的投产，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债务规模上升等因素对其生产经营和财务状况带来的不利影响。

未来随着新疆化工项目优势产能的释放，以及尿素行业落后产能的逐步淘汰，公司的盈利能力和综合竞争力将有望进一步提升。

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. 跟踪期内，随着新疆生产线的投产运营，公司营业收入规模大幅增长。
3. 跟踪期内，受益于煤炭价格的大幅下降，公司盈利能力有所增强。
4. 公司经营活动现金流和 EBITDA 对“15 心连心 MTN001”的保障能力强。

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. 跟踪期内，公司主要产品平均价格持续下降，对公司营业收入和利润水平有一定影响。

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、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，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）同意在原河南新乡化肥总厂的基础上改制成股份制民营企业，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 2016 年 3 月底，公司注册资本为人民币 16.00 亿元[1]，中国心连心持有公司 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 2016 年 3 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]，以及三家全资子公司，分别为新疆心连心能源化工有限公司、河南手拉手肥业有限公司和河南农心肥业有限公司。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 110.49 亿元，所有者权益合计 36.12 亿元，2015 年公司实现营业总收入 60.02 亿元，利润总额 5.17 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 111.13 亿元，所有者权益合计 36.55 亿元；2016 年 1～3 月公司实现营业总收入 14.42 亿元，利润总额 0.53 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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除

[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。

价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

2015 年，中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“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。

2015 年，河南省实现生产总值 37010.25 亿元，比上年增长 8.3%。其中，第一产业增加值 4209.56 亿元，增长 4.4%；第二产业增加值 18189.36 亿元，增长 8.0%；第三产业增加值 14611.33 亿元，增长 10.5%。三次产业结构为 11.4∶49.1∶39.5。总体来看，2015 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，2015 年河南播种面积达 10267.15 千公顷，比上年增长 0.6%；全年粮食产量 6067.1 万吨，比上年增长 5.1%，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。

表 1 近年中国尿素产量情况（单位：折纯氮，万吨）

年 份	产量	进口量	出口量
2011	2656.70	0.21	355.88
2012	3003.83	17.10	694.79
2013	3333.18	3.04	826.53
2014	3217.83	0.59	1361.55
2015	3446.50	0.76	1371.03

资料来源：Wind 资讯

2012 年以前，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，近年随着下游需求的转变，供大于求的现象逐步显现。截至 2015 年底，中国尿素实物产能较上年增长 1.13%，在 8900 万吨[3]左右，继续保持世界上最大的尿素生产国地位。2015 年，尿素累计产量为 3446.50 万吨，同比增长 7.11%。

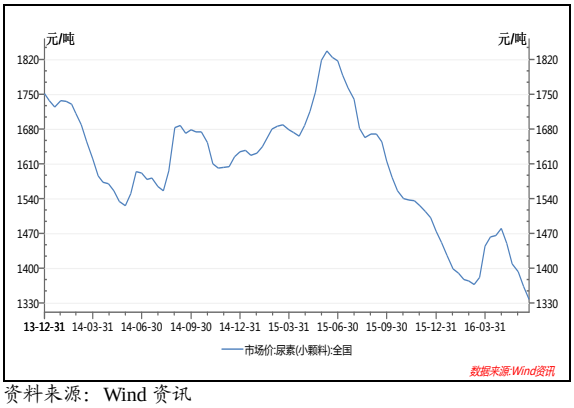
上游原料方面，天然气、煤炭和石油是工业上生产尿素的三大原料，通常被称为气头、煤头、油头三类。现阶段采用油头制肥的企业较少，我国尿素产能中以煤炭为原料的氮肥生产企业整体产能占比约 70%。煤头尿素主要在华北等煤资源丰富的地区，气头尿素主要集中在西南天然气丰富地区。由于处于产业链条的下游，在原料资源稀缺的情况下，尿素企业不可避免地对上游产业产生较强的依赖，因此，上游产业的原料保障、议价能力将构成尿素企业竞争力的重要组成部分。近年来，国内天然气消费迅速增长，多数气头尿素生产企业由于天然气供应紧张被迫停产检修，进而导致经营业绩出现波动。相比而言，大型煤头尿素生产企业在资源获得、议价能力等方面存在一定的优势，原料供应保障能力良好。

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，国内市场的饱和，出口策略是国内尿素企业的通用选择，自 2011 年起，中国尿素出口量增长幅度显著。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。自 2011 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，2015 年全年平均开工率在 70%左右。

市场价格方面，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（≥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，尿素价格有所回升，直到 2015 年 6 月尿素价格达到近三年最高点 1837.60 元/吨，但受宏观经济增速下滑、下游需求不振导致产能过剩矛盾突显等因素影响，后市尿素价格呈快速下滑趋势，截至 2016 年 6 月 20 日，尿素价格为 1337.60 元/吨。

[3]尿素分子量为 60.06，理论上 2.144 吨尿素折纯氮为 1 吨。

图 1　国内尿素价格走势



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 年关税实施方案》自 2015 年 1 月 1 日起实施，对氮肥实施全年统一的出口关税税率为 80 元/吨，取消淡旺季税率。同时，2015 年以来，化肥行业的多项优惠政策被取消：2 月起化肥铁路运价取消优惠政策；4 月起，中小化肥电价平均每度上调 0.10 元；9 月起，化肥恢复征收增值税，尿素生产企业成本压力进一步增加。

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（持股 36.02%），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，复合肥 15 万吨，三聚氰胺 10 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（尿素和复合肥）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。

2015 年公司实现主营业务收入 57.93 亿元，同比增长 13.88%，主要受益于新疆生产线投产运营所致。从营业收入构成来看，2015 年尿素实现营业收入 32.36 亿元，同比增长

7.69%；2015 年复合肥快速增长，营业收入为 17.64 亿元，同比增长 41.69%，主要系复合肥产销量大幅增长所致；2015 年甲醇受产品价格下降影响，营业收入下降至 5.51 亿元。公司其他产品主要为氨水、液氨、粗醇和糠醇，2015 年营业收入增至 2.42 亿元，主要系当期糠醇项目投产所致。

表 2　2013～2016 年 3 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

产品类别	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1～3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
尿素	22.48	26.06	30.05	20.68	32.36	26.99	8.17	22.58
复合肥	10.16	10.17	12.45	17.90	17.64	20.29	3.78	16.86
甲醇	6.06	23.37	6.78	26.30	5.51	12.97	1.19	5.18
其它	0.67	83.51	1.59	25.59	2.42	9.98	0.88	6.64
合计	**39.37**	**22.51**	**50.87**	**20.90**	**57.93**	**22.91**	**14.02**	**18.57**

资料来源：公司提供

注：公司第二生产地基（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，2015 年公司综合毛利率为 22.91%，较去年提高 2.01 个百分点。其中，尿素毛利率为 26.99%，较上年提高 6.31 个百分点，主要系 2015 年煤炭价格继续走低所致；复合肥受益于产品价格的上涨，毛利率上升至 20.29%；2015 年甲醇价格大幅下跌，导致毛利率下降至 12.97%

2016 年 1～3 月，公司实现主营业务收入 14.02 亿元，同比下降 0.85%；综合毛利率为 18.57%，较 2015 年有所下降。

总体看，跟踪期内，受益于新疆生产线的投产，公司收入规模持续增长；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。2015 年，公司块煤采购量为 134.09 万吨，粉煤采购量为 137.44 万吨，采购总金额为 17.38 亿元；2016 年 1~3 月，公司块煤和粉煤的采购量分别为 32.47 万吨和 32.14 万吨，采购总金额为 3.63 亿元。近年来，煤炭价格持续走低，采购成本大幅下降。

表 3　公司 2013~2016 年 3 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）
2013 年度	1163.92	650.57
2014 年度	962.41	552.92
2015 年度	824.96	459.56
2016 年 1~3 月	722.03	400.68

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，2015 年公司耗电约 18.46 亿千瓦时。目前公司尿素生产线配有三组发电设备，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。2015 年公司自发电 5.68 亿千万时，外购电量 12.62 亿千瓦时，外购电的成本为 6.06 亿元。

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、晋城煤炭集团、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，伴随着公司收购新疆天欣煤矿的完成，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，三聚氰胺生产线预计今年七月底投产，产能规模为10万吨。

产品产量方面（见表4），2015年受益于新疆生产线的投产，公司产品产量均有所增长。其中，尿素产量为247.35万吨，复合肥产量为87.16万吨，甲醇产量为34.17万吨；2016年1~3月，公司尿素、复合肥和甲醇的产量分别为77.75万吨、22.36万吨和8.82万吨。

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，公司尿素的生产成本大幅下降。同时，2015年受硫磺、钾肥等原材料价格上涨影响，复合肥的生产成本小幅上涨。此外，2015年9月1日起对化肥恢复征收增值税，对公司生产成本有一定影响。

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46.21%，其余销往山东、江苏、湖北、安徽等地。公司销售模式主要分为直销和分销模式。截至2016年3月底，公司有300余家一级经销商，2015年一级经销商销售产品占公司总收入的85%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。

表4　公司主要产品产销情况

项目	2013年		2014年		2015年		2016年1-3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	134.66	121.93	216.11	212.18	247.35	246.75	77.75	78.77
复合肥	50.37	47.11	53.44	60.53	87.16	82.01	22.36	20.34
甲醇	27.32	27.39	33.67	33.83	34.17	34.08	8.82	8.66

资料来源：公司提供

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，2015年尿素价格大幅下降，为1481.22元/吨；2015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，由于高效复合肥产品单价较高，复合肥售价有所回升；甲醇售价仍受下游产品市场的影响，价格持续走低，2015年为1617.95元/吨。2016年1~3月，受市场影响各产品价格大幅下降。

表 5　公司主要产品平均成本和平均售价情况

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-3 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	1359.83	1844.31	1213.97	1533.58	1081.38	1481.22	867.31	1120.21
复合肥	1855.26	2210.12	1711.39	2058.17	1716.80	2153.84	1555.95	1871.39
甲醇	1693.54	2158.39	1477.51	2005.25	1408.16	1617.95	1300.05	1371.05

资料来源：公司提供

注：2015 年 9 月 1 日，国家对化肥恢复征收增值税，售价及成本包含增值税金额。

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

2013～2015 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数呈下降趋势，三年加权平均值分别为 165.09 次、11.62 次和 0.62 次。2015 年上述三项指标分别为 113.76 次、11.17 次和 0.59 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 2016 年 3 月底，公司在建项目 4 个，总投资预算 30.99 亿元，已完成投资 28.14 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 2016 年 3 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 2016 年 3 月底已投资金额	计划投资金额		
			贷款	自筹		2016	2017	2018
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	26.24	1.71	--	--
60 万吨硝基复合肥项目	年产 60 万吨硝基肥	0.85	--	0.85	0.46	0.16	--	--
氮肥工业研究中心	综合性科技生态园区	0.60	--	0.60	0.32	0.07	--	--
二分公司引用黄河水工程	引用黄河水，预处理后作为水源利用	2.00	--	2.00	1.12	0.76	--	--
合计		**30.99**	**18.50**	**12.49**	**28.14**	**2.70**	--	--

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的 2015 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 2016 年 1~3 月财务报表未经审计。

截至 2015 年底，公司资产合计 110.49 亿元，所有者权益合计 36.12 亿元；2015 年，公司实现营业总收入 60.02 亿元，利润总额 5.17

亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产合计 111.13 亿元，所有者权益合计 36.55 亿元；2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 14.42 亿元，利润总额 0.53 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，受益于新疆生产线投产，公司营业收入稳步增长，同比增长 11.86%，为 60.02 亿元；同期，公司营业成本同比增长 4.19%，为 44.48 亿元。受煤炭降幅较大影响，公司营业利润率为 25.78%，较 2014 年上升 5.47 个百分点。

期间费用方面，2015 年，受新疆基地投产影响，公司销售费用和管理费用大幅增长致期间费用同比增长 33.75%。其中，销售费用 3.45 亿元，同比增长 76.44%，主要系加大对复合肥产品的市场开拓力度所致；管理费用 4.93 亿元，同比增长 27.76%，主要系控释肥等氮肥新产品研发投入规模扩大所致；财务费用 2.09 亿元，同比增长 3.71%。公司期间费用率较上年有所增长，为 17.44%。

2015 年，公司实现营业利润 5.01 亿元，同比增长 62.90%。营业外收入 0.38 亿元，主要为政府补助；营业外支出 0.21 亿元，主要为固定资产处置损失。2015 年，公司实现利润总额 5.17 亿元，同比增长 64.02%。

从盈利指标看，2015 年受益于净利润增加影响，公司总资本收益率和净资产收益率分别上升至 6.90%和 12.20%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 14.42 亿元，同比下降 2.38%，同期，公司发生营业成本 11.58 亿元，实现利润总额 0.53 亿元，同比下降 59.37%。同期，受产品价格大幅下降影响，公司营业利润率下降至 19.48%。

总体看，跟踪期内，受益于公司新生产线投产，公司收入规模稳步增长；同时，2015 年受煤炭成本降幅大于产品价格降幅影响，公司盈利能力有所提升。但进入 2016 年，产品价格大幅下降，公司营业收入和盈利能力有所下降。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2015 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 11.22%，为 62.20 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 54.04 亿元，同比增长 23.42%。经营活动现金流量净额为 8.16 亿元。现金收入质量方面，公司现金收入比为 103.35%，收现质量一般。

投资活动现金流方面，2015 年，公司投资活动现金流量净额保持净流出。公司投资活动现金流入 0.02 亿元，投资活动现金流出 16.57 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。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，2015 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。公司筹资活动现金流入 25.58 亿元，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金 15.76 亿元和分配股利、利润或偿付利息支付的现金 2.93 亿元，公司筹资活动现金流量净额为 6.82 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量为 17.14 亿元，现金收入比为 118.72%，经营活动现金流量净额为 2.93 亿元；公司投资活动现金流量净额为-2.70 亿元，筹资活动现金流量净额为 0.68 亿元。

总体看，跟踪期内，随着公司业务规模的扩大，经营活动现金流状况较好，但投资规模较大，公司面临一定筹资压力。

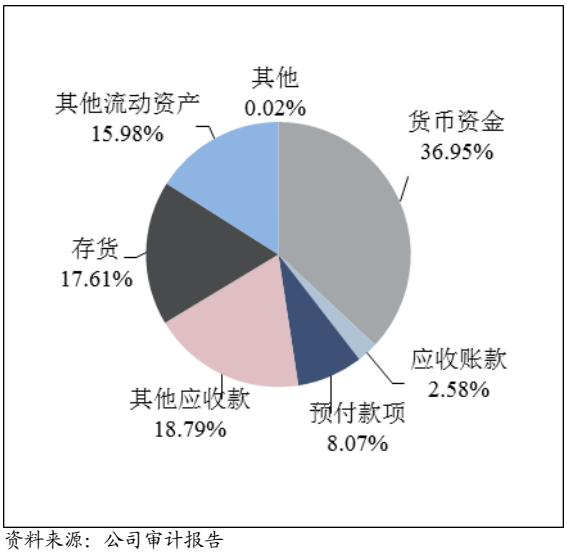
3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额为 110.49 亿元，同比增长 19.61%，主要系其他应收款、其他流动资产和固定资产增长所致，其中流动资产占 23.43%，非流动资产占 76.57%，公司资产结构仍以非流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 25.89 亿元，较上年底增长 41.42%，主要来自其他应收款和其他流动资产的增长。公司流动资产主要以货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产构成。

图 2　截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金合计 9.57 亿元，同比下降 14.65%，其中银行存款 3.90 亿元，其他货币资金 5.67 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 59.25%，公司受限资金占比较高。

截至 2015 年底，公司预付款项 2.09 亿元，同比下降 13.60%，主要为原材料预付款，预付款项欠款前五名单位合计 0.94 亿元，占公司预付款项总额的 45.00%。

截至 2015 年底，公司其他应收款 4.86 亿元，较上年底增加 3.97 亿元，主要系新增母公司中国心连心化肥有限公司向公司的借款 2.77 亿元，期限为 3 年。

截至 2015 年底，公司存货 4.56 亿元，同比增长 33.82%，主要系新疆生产线投产致原材料库存增加所致，其中原材料 2.54 亿元，库存商品 1.96 亿元，公司未对存货计提跌价准备。

截至 2015 年底，公司新增其他流动资产 4.14 亿元，系企业增值税待抵扣金额。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 84.60 亿元，较上年底增长 14.22%，主要系固定资产增长所致，其中固定资产占 84.05%，在建工程占 12.06%，无形资产占 3.49%。

截至 2015 年底，公司固定资产净值为 71.11 亿元，较上年底大幅增长，主要系新疆生产线投产所致。公司固定资产原价 88.60 亿元，其中房屋建筑物占 11.71%，构筑物及其他辅助设施占 12.84%，机器设备占 71.01%，共计提累计折旧 17.49 亿元。

截至 2015 年底，公司在建工程为 10.20 亿元，同比下降 57.72%，其中本期增加主要来自新疆能源化工 28-48 生产线项目（本期增加 15.81 亿元），本期减少主要来自 28-48 项目主体转固（本期减少 30.11 亿元）。

截至 2015 年底，公司无形资产账面原值为 3.27 亿元，累计摊销 0.32 亿元，无形资产账面价值为 2.95 亿元，同比增长 23.58%，增加主要来自采矿权，无形资产中土地使用权占 66.00%，采矿权占 33.68%。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 111.13 亿元，与上年底基本持平，其中流动资产占 22.95%，非流动资产占 77.05%，公司资产构成较 2015 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模稳定增长，资产构成以非流动资产为主，资产质量较好。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 36.12 亿元，同比增长 13.72%，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 37.10%，盈余公积占 7.65%，未分配利润

占 55.25%。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 36.55 亿元，较上年底增长 1.20%，未分配利润继续保持增长，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2015年底，公司负债合计74.37亿元，同比增长22.69%，主要系长期借款和应付债券增长所致；其中流动负债占39.50%，非流动负债占60.50%。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 29.38 亿元，较上年底变化不大，其中短期借款占 18.14%，应付票据占 33.61%，应付账款占 28.58%，预收款项占 12.98%。

截至 2015 年底，公司短期借款为 5.33 亿元，较上年底下降 40.83%，短期借款全部为信用借款。

截至 2015 年底，公司应付票据为 9.87 亿元，较上年底增长 9.87%，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 2015 年底，公司应付账款为 8.39 亿元，较上年底增长 2.65%，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 71.15%，1 至 2 年的占 26.05%，2 至 3 年的占 0.92%，3 年以上的占 1.88%。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 44.99 亿元，同比增长 42.24%，主要为长期借款（占 80.91%）和应付债券（占 17.78%）。

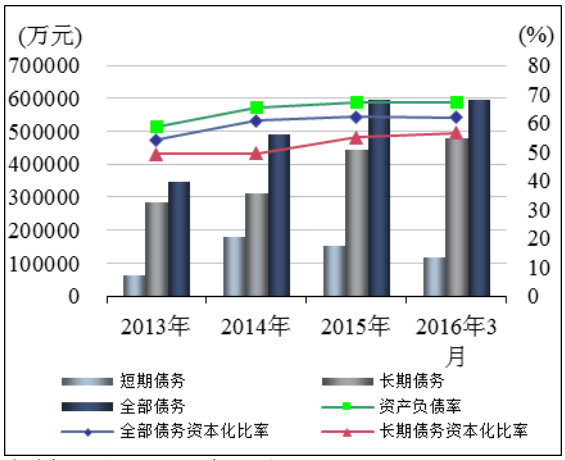
截至 2015 年底，公司长期借款为 36.40 亿元，同比增长 24.92%，全部为信用借款；应付债券为 8.00 亿元，分别为“14 心连心 PPN001”、“15 心连心 PPN001”和“15 心连心 MTN001”[4]。

[4] 14 心连心 PPN001，起息日为 2014 年 5 月 22 日，兑付日为 2017 年 5 月 23 日，发行规模 2 亿元，票面利率 7.00%；15 心连心 PPN001，起息日 2015 年 3 月 30 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 MTN001，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%。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务同比大幅增长 21.32%，为 59.61 亿元，其中短期债务 15.20 亿元（占 25.51%），长期债务 44.40 亿元（占 74.49%）。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 67.31%、55.14%和 62.27%。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 74.58 亿元，较上年底变化不大，其中流动负债占 35.02%，非流动负债占 64.98%。公司全部债务为 59.48 亿元，其中短期债务 11.60 亿元（占 19.50%），长期债务 47.88 亿元（占 80.50%）；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 67.11%、56.71%和 61.94%。

图 3　公司有息债务情况



资料来源：根据公司财务数据整理

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，受公司流动资产规模增长影响，公司流动比率和速动比率均大幅上升，截至 2015 年底分别为 88.12%和 72.61%，截至 2016 年 3 月底分别为 97.67%和 83.50%；2015 年公司经营现金流动负债比为 27.78%，考虑到公司现金流状况较好，公司短期偿债能力指标有所改善。

长期偿债能力方面，2015 年，公司 EBITDA 为 11.30 亿元，EBITDA 利息倍数为 3.83 倍，全部债务/EBITDA 为 5.72 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较上年有所提升。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。

2015 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 3.77 倍、20.73 倍和 2.72 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 2016 年 3 月底，公司共获得商业银行授信额度 89.09 亿元，其中未使用额度 54.32 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2016 年 3 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 2016 年 5 月 23 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。

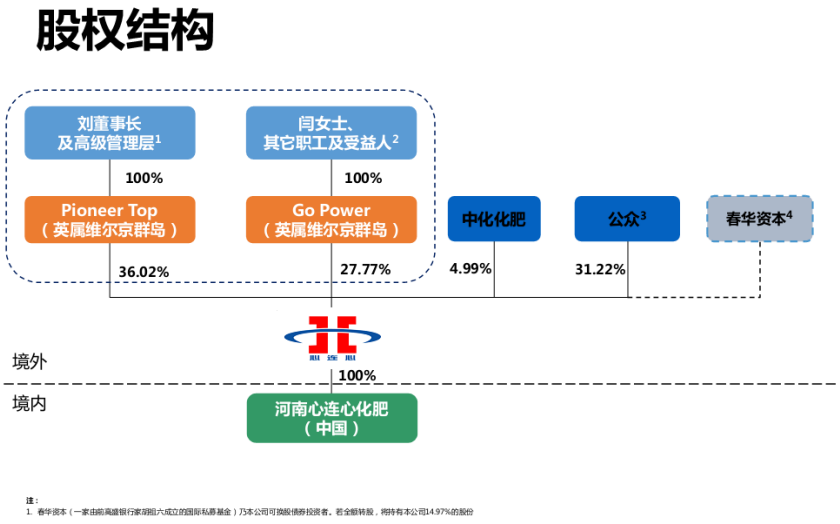
6. 抗风险能力

公司为传统大型尿素生产企业，在行业地位、设备产能、工艺技术、市场认可程度、财务状况以及经营稳定性等方面具备综合优势。综合来看，公司抗风险能力较强。

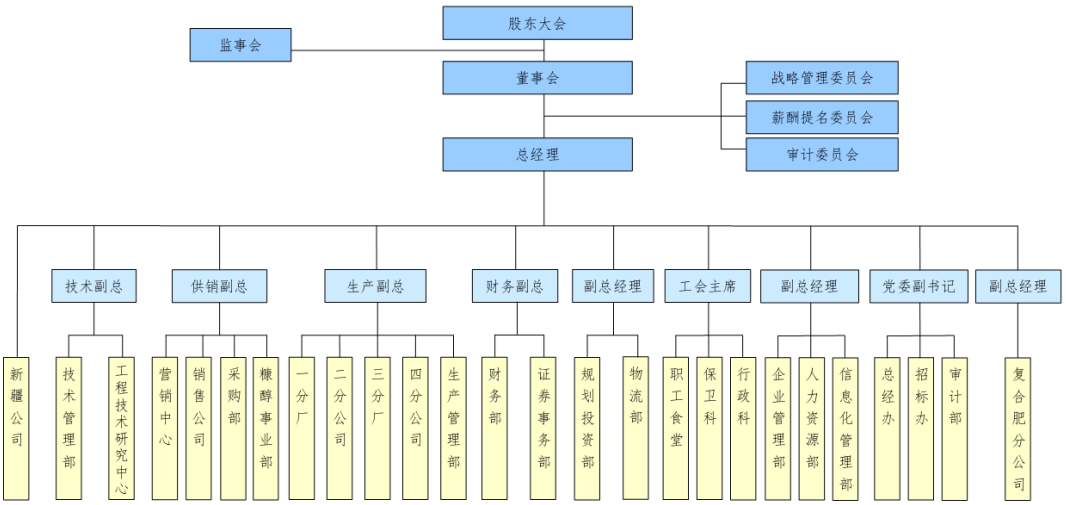
九、结论

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 公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.45	11.25	9.58	10.66
资产总额(亿元)	70.79	92.38	110.49	111.13
所有者权益(亿元)	29.11	31.76	36.12	36.55
短期债务(亿元)	6.10	17.99	15.20	11.60
长期债务(亿元)	28.38	31.14	44.40	47.88
全部债务(亿元)	34.47	49.13	59.61	59.48
营业总收入(亿元)	40.00	53.65	60.02	14.42
利润总额(亿元)	3.34	3.15	5.17	0.53
EBITDA(亿元)	6.14	8.50	11.30	--
经营性净现金流(亿元)	9.66	12.14	8.16	2.93
财务指标				
销售债权周转次数(次)	236.76	202.84	113.76	--
存货周转次数(次)	8.94	14.16	11.17	--
总资产周转次数(次)	0.66	0.66	0.59	--
现金收入比(%)	109.06	104.00	103.35	118.72
营业利润率(%)	22.33	20.31	25.78	19.48
总资本收益率(%)	5.85	5.81	6.90	--
净资产收益率(%)	9.67	8.35	12.20	--
长期债务资本化比率(%)	49.36	49.50	55.14	56.71
全部债务资本化比率(%)	54.22	60.73	62.27	61.94
资产负债率(%)	58.87	65.61	67.31	67.11
流动比率(%)	111.32	63.17	88.12	97.67
速动比率(%)	90.96	51.41	72.61	83.50
经营现金流动负债比(%)	74.94	41.89	27.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.83	3.84	3.83	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.61	5.78	5.27	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；

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　主体长期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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。