跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1342 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

二零一七年七月三日

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：2017 年 7 月 3 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.25	9.58	7.28	8.88
资产总额(亿元)	92.38	110.49	111.81	114.30
所有者权益(亿元)	31.76	36.12	40.76	41.80
短期债务(亿元)	17.99	15.20	10.68	18.83
长期债务(亿元)	31.14	44.40	44.20	39.33
全部债务(亿元)	49.13	59.60	54.88	58.15
营业收入(亿元)	53.65	60.02	59.30	18.33
利润总额(亿元)	3.15	5.17	1.38	1.18
EBITDA(亿元)	8.50	11.30	9.30	--
经营性净现金流(亿元)	12.14	8.16	6.80	1.44
营业利润率(%)	20.31	25.78	20.06	24.72
净资产收益率(%)	8.35	12.20	2.82	--
资产负债率(%)	65.61	67.31	63.54	63.42
全部债务资本化比率(%)	60.73	62.27	57.38	58.18
流动比率(%)	63.17	88.12	89.33	79.33
经营现金流动负债比(%)	41.89	27.78	25.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.78	5.27	5.90	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.84	3.83	3.42	--

注：公司 2017 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

牛文婧　柳丝丝　王 聪

邮箱：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）
网址：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、区位环境、市场地位等方面具备的综合优势。跟踪期内，联合资信关注到公司所处行业产能过剩、原材料价格上涨以及公司利润水平大幅下降等因素对公司信用状况造成的不利影响。

目前，公司正逐步形成以新乡、新疆和九江为主的三大生产基地，有效辐射周边省市。未来随着产能的扩建和技术的不断升级，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. 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而呈逐年上升趋势，且保持了较高的产销率。
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. 近年来，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负面影响。

声 明

一、本报告引用的资料主要由河南心连心化肥有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

河南心连心化肥有限公司跟踪评级报告

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存续期内“15 心连心 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

河南心连心化肥有限公司（以下简称“公司”或“河南心连心”）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”，2009 年 12 月 8 日在香港上市，股票代号 01688），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增资，截至 2017 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，无其他对外投资。

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 2017 年 3 月底，公司拥有一家分公司（河南心连心化肥有限公司四分公司），五家全资子公司（分别是河南手拉手肥业有限公司、河南农心肥业有限公司、新乡县润诚贸易有限公司、九江心连心化肥有限公司和心连心化肥（吉林）有限公司）以及一家控股子公司新疆心连心能源化工有限公司。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 111.81 亿元，所有者权益合计 40.76 亿元（少数股东权益 2.50 亿元）；2016 年公司实现营业收入 59.30 亿元，利润总额 1.38 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 114.30 亿元，所有者权益合计 41.80 亿元（其中少数股东权益 2.67 亿元）；2017 年 1～3 月公司实现营业收入 18.33 亿元，利润总额 1.18 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、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2015 年 8 月 5 日发行了 3 亿元的中期票据“15 心连心 MTN001”，期限 3 年，每年付息一次，到期一次还本。所募资金已按计划用于补充子公司新疆心连心能源化工有限公司在建工程项目配套资金。跟踪期内，公司按时付息。

[1] 现汇出资，2017 年 12 月 31 日前缴足注册资本。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定

性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

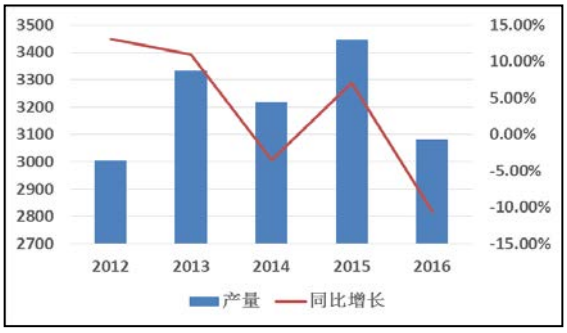
五、行业及区域经济环境

1. 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 近年中国尿素（折纯）产量情况

（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。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（折含 N100%）产量为 3003.83 万吨。2013 年，全年尿素（折含 N100%）产量为 3333.18 万吨，较 2012 年增长 10.96%，企业平均开工率不足 80%。2014 年，全国尿素产量有所下降，为 3217.83 万吨。2015 年，中国尿素（折含 N100%）产量为 3446.49 万吨，同比增加 7.11%。2016 年，中国尿素（折含 N100%）产量 3083.00 万吨，同比下降 10.55%。

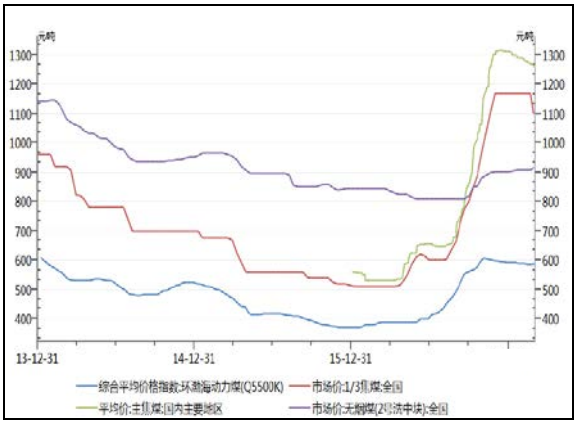
2016 年随着煤炭价格波动及尿素价格下跌，行业开工率大幅下滑。中国尿素行业产能过剩严重，2014 年~2015 年，行业开工率维持在 68%左右。2016 年以来，优惠政策相继退出，加上需求平淡、出口萎靡，行业亏损面加大，开工率一路下滑，2016 年 10 月跌破 50%。

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。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。

煤炭价格方面，自2013年以来，煤炭市场持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至最低点。据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、

无烟煤（2号洗中块）的价格分别为372元/吨、515元/吨、559元/吨和844.20元/吨。进入2016年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年的有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是593元/吨、1170元/吨、1312元/吨和903元/吨，分别较2015年底大幅增长59.41%、127.18%、134.70%和6.99%。进入2017年，受一季度煤炭下游需求有所波动影响，煤炭价格整体小幅下降，截至2017年3月31日，上述煤炭价格分别为605元/吨、1100元/吨、1251元/吨和947元/吨。

图2　近年国内主要煤炭品种含税均价



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。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。2011 年起，中国尿素出口量逐年增长，增幅显著，2015 年全年，中国尿素出口量为 1371.03 万吨。虽然尿素出口量攀升，但中国老旧装置淘汰速度过于缓慢，新装置增加势头正猛，因而处于产能过剩的尿素行业仍面临较大压力，尿素价格持续下行压力大。2016 年，中国尿素出口量为 885.99 万吨，同比下降 35.38%；出口金额 197123.94 万美元，同比下降 49.80%。国际气价的大幅下降使国外天然气尿素厂商成本优势明显。美国自给率的提高、印度周边国家低成本产能的扩张等因素作用下，使得中国出口承压。

表 1　2011～2016 年中国尿素进出口量

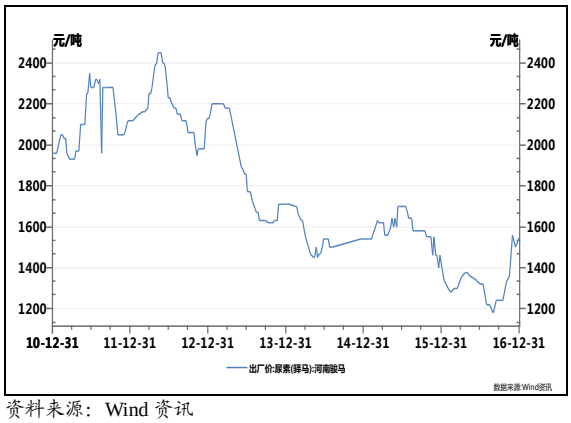
（单位：万吨）

年份	进口量	出口量
2011	0.21	355.88
2012	17.10	694.79
2013	3.04	826.53
2014	0.59	1361.55
2015	0.76	1371.03
2016	6.58	885.99

资料来源：Wind 资讯

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。

图 3　2011～2016 年底尿素（驿马）出厂价



资料来源：Wind 资讯

尿素价格受到多重因素的影响，比如上游成本、下游需求、产能供应以及经销商采购意愿等。中国尿素下游有三大销售渠道：农业需求、工业需求和出口需求。2012年5月份，中国尿素价格达到了最高点后，开启了一段四年多的下行周期。其在这期间大幅下降的主要原因有产能提升过快、煤炭价格下跌、粮食价格下降、国际尿素价格下行等。时至2016年8月中旬，尿素（驿马）出厂价最低值为1180元/

吨，尿素行业面临着全行业的亏损或者不盈利。但在煤炭价格大涨、优惠电价取消、运输成本增加、环保整治导致开工率低（年内最低开工率46%）、库存量持续下降等多重因素叠加之下，从2016年8月下旬起，尿素开启了一波较大幅度的反弹，截至2016年12月底，尿素（驿马）出厂价为1460元/吨。截至2017年4月1号，尿素（驿马）出厂价为1350元/吨。

总体看，中国尿素行业将持续面临产能过剩带来的行业激烈竞争，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。

2. 行业关注

粮价低迷、种植结构调整，致尿素中短期需求增长有限

目前中国三大粮食库存消费比超过 50%，同时实行了 8 年的玉米临时收储政策退出历史舞台造成玉米价格的暴跌。低迷的价格下，农户种植积极性较低，只愿意保持现金流维持开销。预计在 2020 年前，世界尿素需求增长在 2%左右，或 300 万吨。与国际尿素需求相似，中国尿素未来需求同样受到打压。中国化肥利用效率较低，9%的耕地使用了全世界 35%的肥料，浪费较大。2015 年年初农业部发布《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》，积极推广缓控释肥，提升肥料利用效率，实现农作物化肥使用量零增长。尿素需求将因此被挤压。2016 年 10 月，国务院公布了《关于印发全国农业现代化规划（2016~2020 年）的通知》。通知称将逐年削减玉米种植面积约 4000 万亩，在 2020 年降至 5 亿亩；同时增加大豆种植面积，从 2015 年的 9800 万亩上升至 1.4 亿亩。而在大豆种植上，几乎不需要人为增加氮肥，这将降低中国尿素未来几年的需求。

固定床工艺将大量退出

煤头尿素分为水煤浆法和固定床法两种工艺，两者最大的区别在于煤气化过程的工艺不同，水煤浆用煤单耗更高，但用的是烟煤，比固定床用的无烟煤单价便宜，耗电也比固定床少。由于各地区煤价差异较大，煤头的成本也差别很大，一般来说同一地区固定床的成本比水煤浆法要高 200 元/吨左右。目前固定床法普遍处于亏损状态，因此这部分产能面临大量退出风险。

尿素行业两级分化严重，高成本的落后产能继续面临淘汰

尿素行业目前两极分化情况严重，2016 年上半年在产但目前关停的产能高达 1800 万吨，关停部分主要是 40 万吨以下的小产能，而大型尿素企业仍保持较高的开工率。造成行业两极分化的原因主要是：1. 小企业生产成本较高，过去几年尿素行情一般，自身未积累资金用于抵御行业波动，目前极端情况下只能选择停工来止损；2. 中部地区在环保要求下开始关停小型锅炉，以河南为例，10 万吨以下的锅炉都被要求关闭，切换成天然气或电力，成本也因此大幅上升，小企业只能被迫关停。

2017 年，中国预计将会进一步推进化肥行业的供给侧改革，国家不断通过提高电价、取消运输优惠、恢复征收增值税、推行天然气价格市场化、加强环保监查等措施增加化肥企业的生产成本和运输成本，使得很多高成本企业陷入了经营困境，只能依靠技术升级、节能降耗等措施来降低生产成本，否则只能被迫退出尿素行业。根据中国氮肥协会的估计，在电价、气价优惠取消后，“十三五”期间，预计将关停尿素产能 1300 万吨。

海外产能扩张导致中国出口萎缩

据 IFA 统计，2015 年全球尿素产能约为 2.08 亿吨，需求量为 1.85 亿吨，开工率为 89%。中国和印度产能最大，占比为 40%和 16%，基本都以煤头产能为主。其他如中东、北美和俄罗斯等产能大国都以天然气为原料。全球贸易

量每年总计 4700 万吨，占总需求的 25%，主要进口区域为美国、印度、非洲和拉美，出口国则为中国、中东和俄罗斯。2015~2017 年是国际尿素产能的高速投放期，此阶段几乎所有的国际新增产能都来自于成本曲线低端的地区：北美、中东、北非以及俄罗斯和各前苏联国家。就中国两大出口市场美国和印度而言，美国未来两年将集中释放 500 万吨产能，大幅替代进口需求；印度周边国家的 480 万吨新增产能将对中国竞争，进一步抢占中国出口份额。2016 年二季度的招标看，中国平均中标率只有 30%，这也成为 2016 年出口快速下滑的主因。

页岩气革命带来全球尿素暴跌

从成本结构看，中东和俄罗斯依托于廉价的天然气资源，成本最低；中国由于原料来源多样，所以成本分布很广，整体属于中高成本产能。中国无烟煤尿素生产企业作为成本最高的边际生产者，面对跌破 200 美元/吨的国际尿素价格难求生存。

美国页岩气革命使美国天然气价格大幅下跌，以天然气为原料的尿素生产成本极低，气价最低时只有 800 元/吨不到，在全球范围内都属于最低成本产能。因此即使尿素价格不断下跌，但北美气头尿素企业盈利能力仍然很强，如 CF、Agrium 等毛利率常年维持在 35%以上，产能在这两年也大幅扩张。美国作为全球最大尿素进口市场的价格体系发生了变化，也对全球尿素价格造成重大冲击。

3. 行业政策

政策方面，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，进口关税方面，对尿素执行全年统一的出口关税税率，为 80 元/吨从量征收。根据财政部公布的 2016 年化肥出口关税调整方案，与 2015 年相比，尿素出口关税在 2016 年未做调整。2016 年 12 月，国务院关税税则委员会公布了《关于 2017 年关税调整方案的通知》，决定取消尿素、氯化铵等氮肥出口关税；取消重钙、普钙等磷肥出口关税；取消磷酸一铵、磷酸二铵、氮磷二元肥等复合肥出口关税；氮磷钾三元复合肥出口关税从 30%下调至 20%；该调整方案自 2017 年 1 月 1 日起实施。2015 年中国尿素出口量占总产量 20%左右，出口量对尿素行业景气度有一定影响。2016 年，中国尿素出口量同比下滑，此次关税调整有利于尿素出口的恢复，提升国际市场竞争力。

表 2　2013～2017 年尿素出口关税政策对比

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
基准价格	2260 元/吨	--	--	--	--
淡季 **(7~10 月)**	当出口价格不高于基准价格时，税率=2%； 当出口价格高于基准价格时，税率=(1.02-基准价格/出口价格)*100%	40 元/吨	80 元/吨	80 元/吨	取消
旺季 **(1~6 月，11~12 月)**	77%	15%+40 元/吨	80 元/吨	80 元/吨	取消

资料来源：国务院关税税则委员会

2015 年 4 月 20 日起全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约 1.8 分钱。逐步取消化肥电价优惠，化肥生产用电执行相同用电类别的工商业用电价格；优惠价差较大的地方，分两步到位，2016 年 4 月 20 日起全部取消电价优惠。取消优惠电价，对于近几年采用新型煤气化设备的尿素企业，其自身耗电量低，所以电价上调影响较低；而对于传统型的尿素企业，平均电价上涨 0.1 元/千瓦时，尿素吨成本上涨 80~100 元左右，成本压力增加。取消优惠电价，近 4000 万吨尿素产能受到影响，进一步加快了去产能化过程的进行。

2015 年 8 月，经国务院批准，财政部、海关总署和国家税务总局印发了《关于对化肥恢复征收增值税政策的通知》，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。

2016 年 11 月，国家发改委宣布取消天然气优惠政策，决定自 2016 年 11 月 10 日起全面放开化肥用气价格。通知指出，化肥用气价格由供需双方协商确定，并鼓励化肥用气进入石油天然气交易中心等交易平台，通过市场交易形成价格，实现价格公开透明。通知的发布标志着化肥气价改革的全面完成，也意味着化肥用气不再特殊。由于天然气上涨将直接增加气头尿素成本，国内气头尿素占总产能的近三成，天然气提价提高了气头尿素生产成本，如果天然气价格上调 0.2 元/立方米，以天然气为运转动力的化肥业将面临全行业亏损，将加速气头尿素的行业洗牌。

4. 行业发展

氮肥作为供给侧改革的重点标的行业，政府及行业协会对尿素的新增产能设置了严格的标准，且对行业产能退出有了明确的目标。2016 年 4 月，中国氮肥工业协会提出目标为：“十三五”期间关停尿素产能 1300 万吨，严格淘汰开工率低、连年亏损、半停产及负债率大于 100%的企业。到 2018 年，氮肥总产能控制在 6000 万吨，其中淘汰落后产能 500 万吨；尿素产能控制在 7600 万吨~7800 万吨，其中淘汰落后产能不少于 1000 万吨，产能利用率提升至 85%~90%。2016 年 9 月，国土资源部办公厅出台《关于落实国家产业政策做好建设项目用地审查有关问题的通知》文件，声明对于尿素等产能过剩行业新增产能以及未纳入《石化产业规划布局方案》的新建炼化项目，一律不再受理用地预审。

预计未来，在去产能的过程中，中国尿素行业将震荡向好。行业新增产能准入门槛提高，行业在兼并重组的过程中，集中度提升，大型企业的盈利能力有望趋于稳定。

5. 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。

2016 年，河南省实现生产总值 40160.01 亿元，比上年增长 8.1%。其中，第一产业增加值 4286.30 亿元，增长 4.2%；第二产业增加值 19055.44 亿元，增长 7.5%；第三产业增加值 16818.27 亿元，增长 9.9%。三次产业结构为 10.7∶47.4∶41.9。总体来看，2016 年河南省经济保持总体平稳、稳中有进的运行态势，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，2016 年河南粮食播种面积达 10286.15 千公顷，比上年增长 0.2%；全年粮食产量 5946.60 万吨，比上年下降 2.0%，位居全国第二。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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司为中国心连心唯一子公司，中国心连心持有公司 100%股权。公司实际控制人为自然人刘兴旭先生，现任公司董事长，为中国心连心主要发起设立人，其与闫蕴华等其他持股股东均无亲属关系。

2. 企业规模

公司是中国单体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 185 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，于 2013 年 12 月投产；另有复合肥生产线 10 条，其中包括一条高塔复合肥生产线和 BB 肥生产线、2 条年产 30 万吨硝基复合肥，年产能 155 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 30 万吨，三聚氰胺 6 万吨。

七、管理分析

跟踪期内，公司原董事长兼总经理刘兴旭先生不再兼任总经理一职，任命张庆金先生为公司总经理。

公司董事兼总经理张庆金先生，1966 年生，研究生学历。2003 年 8 月至 2006 年 7 月任心连心化工技术中心经理，2006 年 7 月至 2016 年 4 月历任河南心连心化肥技术中心经理、公司副总经理、常务副总经理，2016 年 4 月至今任公司董事兼总经理。2015 年 3 月至今兼任中国心连心化肥有限公司执行董事。

新任总经理在公司工作多年，且行业及管理经验丰富，此次高管变更事项对公司的正常经营无重大影响。

八、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。

收入方面，2016 年公司实现主营业务收入 57.19 亿元，与 2015 年基本持平。从收入构成来看，尿素产品一直为公司收入的主要来源，占比维持在 50%以上，2016 年尿素收入为 29.48 亿元，同比下降 8.90%，主要系尿素价格下降所致；同期，复合肥受产品价格下降影响，2016 年收入下降至 16.63 亿元；甲醇收入为 5.33 亿元；公司其他产品主要为氨水、液氨、粗醇、糠醇和三聚氰胺等，2016 年其它业务收入大幅增至 5.75 亿元，主要系 6 万吨三聚氰胺于当期投产所致。

表 3　2014～2017 年 3 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	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	20.68	32.36	55.86	26.99	29.48	51.56	19.78	6.98	39.60	21.92
复合肥	12.45	24.47	17.90	17.64	30.45	20.29	16.63	29.08	15.48	5.34	30.32	15.06
甲醇	6.78	13.33	26.30	5.51	9.51	12.97	5.33	9.32	15.10	2.07	11.72	28.74

其它	1.59	3.13	25.59	2.42	4.18	9.98	5.75	10.04	18.44	3.23	18.36	33.14
合计	**50.87**	**100.00**	**20.90**	**57.93**	**100.00**	**22.91**	**57.19**	**100.00**	**17.96**	**17.62**	**100.00**	**22.70**

资料来源：公司提供

毛利率方面，2016 年公司综合毛利率为 17.96%，较 2015 年下降 4.95 个百分点，主要系尿素和复合肥产品价格大幅下降所致；甲醇方面，2016 年部分化工企业因环保问题关停，导致局部甲醇售价阶段性升高，公司甲醇毛利率上升至 15.10%。公司其他业务板块包含产品较为复杂，毛利率波动较大。

2017 年 1～3 月，公司实现主营业务收入 17.62 亿元，同比增长 25.68%，主要系产品价格反弹所致；同期，综合毛利率为 22.70%，较 2016 年显著上升。

总体看，2016 年，在产能扩大和产品价格波动的双重影响下，公司收入规模与上年基本持平；同时，由于公司产品结构仍以尿素为主，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、山西、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。2016 年，公司块煤采购量为 186.66 万吨，粉煤采购量为 86.88 万吨，采购总金额为 16.61 亿元；2017 年 1~3 月，公司块煤和粉煤的采购量分别为 33.76 万吨和 28.59 万吨，采购总金额为 5.20 亿元。2016 年下半年以来，煤炭价格触底反弹，采购成本有所上升。

表 4 公司 2014~2017 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）
2014 年	962.41	552.92
2015 年	824.96	459.56
2016 年	717.83	523.95
2017 年 1~3 月	824.73	624.85

资料来源：公司提供

电力是公司生产所需的主要能源，公司的生产需要大量电力供应。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。2016 年公司自发电 5.75 亿千万时，外购电量 13.01 亿千瓦时，外购电的成本为 6.82 亿元。2017 年 1~3 月公司自发电 1.35 亿千万时，外购电量 2.83 亿千瓦时，外购电的成本为 1.37 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，在原材料成本控制方面具有一定优势。

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 185 万吨、甲醇 30 万吨、三聚氰胺 6 万吨。其中，新乡第四条生产线 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；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，三聚氰胺生产线于 2016 年 8 月投产，产能规模为 6 万吨。2016 年，公司陆续投产两条硝基复合肥生产线，复合肥产能增至 185 万吨。

表 5 公司 2013~2016 年主要产品产能情况

（单位：万吨）

时间	尿素	复合肥	甲醇
2013 年	130	75	30
2014 年	210	95	30
2015 年	260	110	30
2016 年	260	185	30

资料来源：公司提供

产品产量方面（见表 6），近年来公司尿素产量稳步增长，2016 年为 287.91 万吨，尿素产量大于同期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；2016 年复合肥产量为 97.58 万吨，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；2016 年甲醇产量为 34.17 万吨，产量大于设计产能（30 万吨）的原因是：设计产能是按常规的甲醇生产能力获得的甲醇产量，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。2017 年 1~3 月，公司尿素、复合肥和甲醇的产量分别为 58.49 万吨、25.39 万吨和 9.31 万吨。

生产成本方面（见表 7），由于原材料煤炭占尿素成本的 60%。2016 年，受行业相关优惠政策取消以及下半年煤炭价格上涨的影响，公司尿素生产成本大幅上涨至 1266.15 元/吨；复合肥和甲醇的生产成本较 2015 年小幅上涨。

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，占比在 50%左右，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 2017 年 3 月底，公司有 300 余家一级经销商，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。

公司与经销商签订合同，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，经销商须在交付产品前全额付款。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，该政策将阻止经销商囤积存货，也可以有效避免经销商产生亏损。一直以来，公司未发生任何分销企业大量退回产品情况。

表 6 公司主要产品产销情况

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 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	216.11	212.18	247.35	246.75	287.91	285.77	58.49	58.70
复合肥	53.44	60.53	87.16	82.01	97.58	94.50	25.39	29.26
甲醇	33.67	33.83	34.17	34.08	34.17	33.75	9.31	9.60

资料来源：公司提供

产品定价方面，受煤炭价格传导和产能过剩的影响，近年来尿素价格不断下降，2016 年为 1334.46 元/吨；复合肥产品价格波动下降，其中 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，复合肥平均售价有所回升；甲醇售价受下游产品市场的影响，价格有所波动。2017 年 1~3 月，在环保限产和春耕需求的影响下，公司尿素、复合肥和甲醇的平均售价均有所上升，分别为 1630.19 元/吨、2009.25 元/吨和 2517.98 元/吨。

表 7　公司主要产品平均成本和平均售价情况

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 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	1213.97	1533.58	1081.38	1481.22	1266.15	1334.46	1289.04	1630.19
复合肥	1711.39	2058.17	1716.80	2153.84	1796.05	1915.96	1784.39	2009.25
甲醇	1477.51	2005.25	1408.16	1617.95	1456.84	1848.67	1535.13	2517.98

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，公司有一定的议价能力，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。

总体来看，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而呈逐年上升趋势，且保持了较高的产销率；但同时受煤炭价格传导、产能过剩以及环保限产的影响，公司产品的平均售价波动较大。

5. 经营效率

2014~2016 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 115.97 次、11.41 次和 0.58 次。2016 年上述三项指标分别为 82.54 次、10.44 次和 0.53 次。公司周转效率较高，整体经营效率较好。

6. 未来发展

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”。

（1）新乡基地

新乡区域环保容量一定程度上制约了基础化工增量发展，因此新乡基地以实施技术升级为主，坚持精雕细刻，不断提升园区和相关多元化发展水平。3~5 年内，以先进煤气化技术改造固定床工艺，提升氮肥向复合肥的转化能力。发展 1~2 个与化肥有协同互补作用的化工产品，向新能源、新材料方向延伸发展

（2）新疆基地

新疆基地将充分利用当地资源优势，以资源高转化为导向发展煤化工，实现较强的盈利能力。未来三年，新疆基地煤矿建成投运，并在一期尿素、三聚氰胺基础上，再扩大三聚氰胺产能，形成煤矿、高效尿素、三聚氰胺、滴灌肥、高效肥复合肥的产品组合。

（3）九江基地

九江基地以市场为导向，充分利用水运优势，打造“以肥为基、肥化并举”的现代化化工园区基地。未来三年，一期先做好复合肥基地占位。岸线手续问题明确后，争取尽快启动 60-80 化肥大项目。同时，打好基地产业长远发展基础。

截至 2017 年 3 月底，公司未来投资项目主要有 5 个，总投资预算 86.20 亿元，已完成投资 29.51 亿元，资金来源除自有资金外，其余依靠银行贷款解决。江西尿素项目是公司未来投资的重点项目，计划在江西省九江市彭泽县矶山工业园区建设第三基地，项目规划总投资为 45.42 亿元，设计产能为 60 万吨/年合成

氨、80 万吨/年尿素以及 40 万吨/年二甲醚。考虑到未来投资规模较大，公司存在一定的对外融资压力。

表 8　公司未来投资计划表（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 17 年 3 月底已投资金额	计划投资金额		
			贷款	自筹		17 年 4~12 月	2018 年	2019 年
新疆项目	新疆 28-48 项目	27.54	14.50	13.04	29.31	1.61	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	--	5.90	0.19	2.51	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	--	1.34	0.01	0.67	0.66	0.00
江西尿素	江西基地年产 80 万吨尿素项目	45.42	16.00	29.42	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**	**29.51**	**5.87**	**25.79**	**14.46**

资料来源：公司提供

注：新疆项目由于建设周期较长且后续技术升级，实际投资金额比总投资预算要大。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2014~2016 年财务报告，中审华寅五洲会计师事务所对 2014 年和 2015 年的财务报告进行了审计，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2016 年财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2017 年一季度财务数据未经审计。

从合并报表范围看，2014 年和 2015 年公司合并范围无变化，但公司对河南农心肥业有限公司的持股比例由 49%上升至 100%，河南农心肥业有限公司由公司的控股子公司变成全资子公司。2016 年，九江心连心化肥有限公司和心连心化肥（吉林）有限公司 2 个子公司纳入合并范围。2017 年一季度合并范围无变化。截至 2016 年底，公司纳入合并范围的一级子公司为 6 家。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 2016 年底，公司（合并）资产总额 111.81 亿元，所有者权益合计 40.76 亿元（少数股东权益 2.50 亿元）；2016 年公司实现营业收入 59.30 亿元，利润总额 1.38 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 114.30 亿元，所有者权益合计 41.80 亿元（其中少数股东权益 2.67 亿元）；2017 年 1～3 月公司实现营业收入 18.33 亿元，利润总额 1.18 亿元。

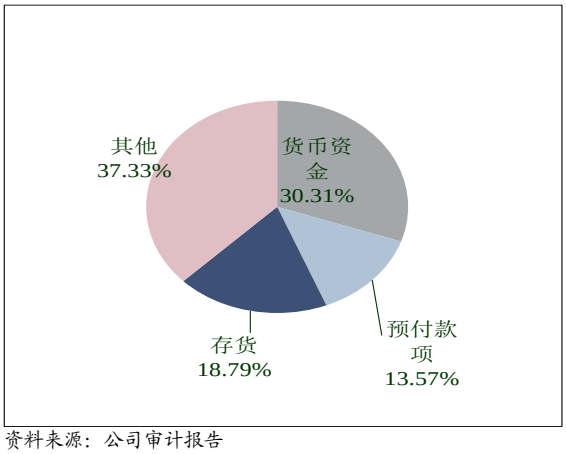
2. 资产质量

2014~2016 年，公司的资产总额以年均 10.02%的速度不断增长。截至 2016 年底，公司资产总额 111.81 亿元，其中流动资产合计占比 21.43%，非流动资产合计占比 78.57%。公司资产以非流动资产为主，符合化工行业固定资产投入大、流动资产周转快的运营特点。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产波动中有所增长，年均增长 14.41%。截至 2016 年底，公司流动资产合计 23.96 亿元，较上年底下降 7.45%，主要来自货币资金的减少。公司流动资产主要以货币资金、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产构成。

图 4　公司 2016 年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金快速下降，年均复合下降 19.51%。截至 2016 年底，公司货币资金合计 7.26 亿元，同比下降 24.09%，其中银行存款 3.27 亿元，其他货币资金 3.99 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 54.96%，公司受限资金占比较高。

2014~2016 年，公司应收票据波动下降，年均下降 40.77%。截至 2016 年底为 160.30 万元，全部系银行承兑汇票。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。

2014~2016 年，公司应收账款快速增长，年均增长 49.42%。截至 2016 年底，公司应收账款为 0.75 亿元，同比增长 11.75%。从集中度看，公司应收账款前五名合计 0.21 亿元，占公司应收账款总额的 28.21%，账龄均在一年以内。

2014~2016 年，公司预付款项波动增长，年均增长 15.97%。截至 2016 年底，公司预付款项 3.25 亿元，同比增长 55.68%，主要系公司预付材料款大幅增加所致，预付款项欠款前五名单位合计 1.06 亿元，占公司预付款项总额的 32.57%。

2014~2016 年，公司其他应收款波动增长，年均增长 124.20%。截至 2016 年底，公司其他应收款 4.50 亿元，较上年底减少 0.36 亿元。其他应收款前五名单位合计 3.84 亿元，占公司其他应收款总额的 85.39%，其中主要为公司向母公司中国心连心提供借款 2.95 亿元（不计利息，期限 2 年）。

2014~2016 年，公司存货波动中有所增长，年均增长 14.97%。截至 2016 年底，公司存货 4.50 亿元，与去年相比变化幅度不大。其中原材料 2.51 亿元，库存商品 1.87 亿元，生产成本 0.12 亿元。公司未对存货计提跌价准备。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 3.68 亿元，系企业增值税待抵扣金额。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产有所增长，年均增长 8.90%。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 87.85 亿元，较上年底增长 3.84%，主要系固定资产和无形资产增长所致。公司非流动资产主要由固定资产（占 85.87%）、在建工程（占 8.12%）和无形资产（占 5.60%）构成。

2014~2016 年，公司固定资产快速增长，年均增长 26.35%。截至 2016 年底，公司固定资产净值为 75.43 亿元，较上年底增长 6.08%，主要由在建工程转固和机器设备增加所致。公司固定资产原价 98.07 亿元，其中房屋建筑物占 11.64%，构筑物及其他辅助设施占 12.88%，机器设备占 71.11%，共计提累计折旧 22.64 亿元。

2014~2016 年，公司在建工程快速下降，年均下降 45.61%。截至 2016 年底，公司在建工程为 7.14 亿元，同比下降 30.04%，其中本期增加主要来自一分厂优化项目（本期增加 2.41 亿元）和 30.52 项目（本期增加 3.15 亿元），本期减少主要来自一分厂优化项目（本期减少 2.78 亿元）、30.52 项目（本期减少 5.79 亿元）和工程往来（本期减少 1.79 亿元）。

2014~2016 年，公司无形资产快速增长，年均增长 43.51%。截至 2016 年底，公司无形资产账面原值为 5.36 亿元，累计摊销 0.44 亿元，无形资产账面价值为 4.92 亿元，同比增长 66.66%，主要来自土地使用权的增加，无形资产中土地使用权占 78.46%，采矿权占 20.21%。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 114.30 亿元，其中流动资产合计占 23.00%，非流动资产占 77.00%，资产总额及构成与 2016 年底相比变化不大。

总体看，近年来公司资产规模稳定增长，资产构成以非流动资产为主，流动资产中货币资金、存货和预付款项占比较高，非流动资产

中固定资产和在建工程占比较高，公司资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益不断增长，年均增长 13.28%。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 40.76 亿元，同比增长 12.85%，主要来自实收资本、资本公积和少数股东权益的增长。其中实收资本增长主要系公司补缴 1.06 亿元的注册资本；2016 年 9 月，建信资本管理有限责任公司通过股权投资的形式对子公司新疆心连心进行增资扩股 3.5 亿元，其中 2.5 亿元计入新疆心连心实收资本，1 亿元计入新疆心连心资本公积。归属于母公司权益中，实收资本占 37.80%，盈余公积占 7.58%，未分配利润占 52.01%。

截至 2017 年 3 月底，所有者权益合计 41.80 亿元（其中少数股东权益 2.67 亿元），较 2016 年底增加 1.04 亿元，主要来自未分配利润的增长。

总体看，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

2014~2016 年，公司负债总额波动中有所增长，年均增长 8.26%。截至 2016 年底，公司负债合计 71.04 亿元，同比下降 4.47%，主要来自短期借款、应付票据和应付债券的减少；其中流动负债占 37.75%，非流动负债占 62.25%。

2014~2016 年，公司流动负债波动中有所下降，年均下降 3.80%。截至 2016 年底，公司流动负债合计 26.82 亿元，较上年底变化不大。公司流动负债主要由应付票据（占 24.27%）、应付账款（占 30.96%）、预收款项（占 20.83%）和一年内到期的非流动负债（占 15.57%）构成。

2014~2016 年，公司短期借款分别为 9.00 亿元、5.33 亿元和 0 亿元。2016 年底，公司归还了全部短期借款。

2014~2016 年，公司应付票据波动中有所下降，年均下降 14.90%。截至 2016 年底，公司应付票据为 6.51 亿元，较上年底下降 34.08%，主要系煤炭承兑票据减少所致，应付票据全部为银行承兑汇票。

2014~2016 年，公司应付账款保持相对稳定，年均增长 0.77%。截至 2016 年底，公司应付账款为 8.30 亿元，较上年底下降 1.07%，主要系应付材料款和工程款。应付账款前五名合计 1.00 亿元，占应付账款总额的 12.08%。

2014~2016 年，公司预收款项波动中有所增长，年均增长 6.83%。截至 2016 年底，公司预收款项为 5.59 亿元，同比增长 46.51%，均为预收货款。预收账款前五名合计 0.58 亿元，占预收账款总额的 10.45%。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 4.18 亿元，主要系建行发行的私募债和长期借款转入所致。

2014~2016 年，公司非流动负债波动增长，年均增长 18.24%。截至 2016 年底，公司非流动负债合计 44.22 亿元，同比下降 1.71%。公司非流动负债主要由长期借款（占 86.37%）和应付债券（占 13.57%）构成。

2014~2016 年，公司长期借款不断增长，年均增长 14.49%。截至 2016 年底，公司长期借款为 38.20 亿元，同比增长 4.93%。其中，担保借款占比 38.62%，抵押借款占比 4.66%，信用借款占比 56.72%。

2014~2016 年，公司应付债券波动增长。截至 2016 年底，应付债券为 6.00 亿元，系 6.00 亿元的建行私募债。

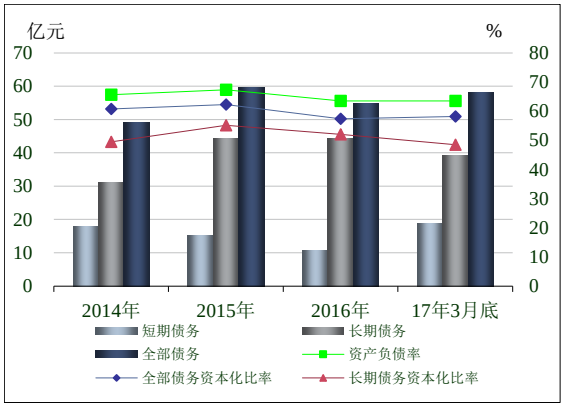
截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 72.49 亿元，较 2016 年底增长 2.04%，主要是公司短期借款和应付票据增加所致。公司负债中流动负债占 45.72%，非流动负债占 54.28%。

从有息债务来看，2014~2016 年，公司有息债务波动中有所增长，年均增长 5.69%，截至 2016 年底，公司的全部债务为 54.88 亿元，同比下降 7.93%，其中短期债务占 19.47%，长

期债务占 80.53%。2014~2016 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率波动下降，长期债务资本化比率波动上升，三年加权平均分别为 65.09%、59.52%和 52.45%，其中 2016 年底分别为 63.54%、57.38%和 52.02%。公司债务负担有所减轻。

截至 2017 年 3 月底，公司全部债务为 58.15 亿元，较 2016 年底增长 5.96%，其中短期债务占 32.37%，长期债务占 67.63%。同期，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 63.42%、58.18%和 48.47%，债务负担较 2016 年底变化不大。

图 5　公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告

总体看，近年来公司债务规模波动增长，债务负担尚可。考虑到公司未来在新疆和江西有后续工程建设项目，预计未来两年仍将有一定规模的投资支出，债务负担或将有所上升。

4. 盈利能力

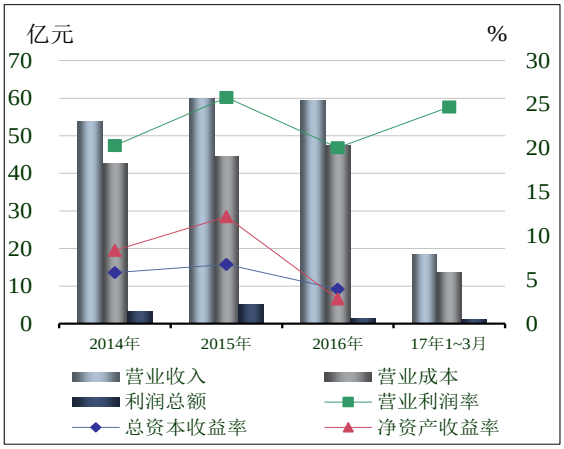
2014~2016 年，公司营业收入波动中有所增长，年均增长 5.13%。2016 年公司全年实现营业收入 59.30 亿元，较 2015 年变化不大；而同期，公司营业成本有所增长，年均增长 5.27%。2014~2016 年，受尿素市场行情波动影响，公司营业利润率变动较大，三年分别为 20.31%、25.78%和 20.06%。

期间费用方面，2014~2016 年，公司期间费用占营业收入比重分别为 14.59%、17.44%和 19.37%，呈逐年上升态势，主要是公司加大高效肥宣传力度和融资成本上升导致销售费用和财务费用快速增长。2016 年期间费用中，销售费用、管理费用和财务费用占营业收入比重分别为 7.41%、7.66%和 4.31%，以销售费用和管理费用为主。公司成本控制能力有所弱化。

2014~2016 年，公司利润总额分别为 3.15 亿元、5.17 亿元和 1.38 亿元。从盈利指标看，2014~2016 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 5.19%和 6.74%，2016 年分别为 3.92%和 2.82%，同比分别下降 2.98 个百分点和 9.38 个百分点。公司盈利能力弱化。

2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 18.33 亿元，同比增长 27.13%，主要系产品价格上涨所致；利润总额 1.18 亿元，同比增长 121.54%，营业利润率为 24.72%，公司盈利能力明显增强。

图 6　公司盈利能力指标情况



资料来源：公司财务报告

总体来看，公司主业单一，盈利能力受尿素行业影响波动大，且公司成本控制能力有所弱化，期间费用对公司利润造成一定侵蚀。

5. 现金流

随着公司收入规模的扩大，公司经营活动现金流入不断增长，2014~2016 年分别为 55.92 亿元、62.20 亿元和 69.98 亿元。公司现金收入比维持正常水平，三年分别为 104.00%、

103.35%和 117.40%。同期，公司经营性现金流出也快速增长，主要是购买商品、接受劳务支付的现金快速增长所致。2014~2016 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 34.26 亿元、41.45 亿元和 50.34 亿元。由于公司经营活动现金流出的大幅增加，经营活动净现金流不断下降，近三年分别为 12.14 亿元、8.16 亿元和 6.80 亿元。公司经营获现能力弱化。

公司投资活动现金流入规模小；近三年，由于公司购建固定资产、无形资产等支付的现金不断减少，投资活动现金流出规模波动下降，分别为 16.55 亿元、16.57 亿元和 8.59 亿元。近三年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-16.55 亿元、-16.55 亿元和-8.57 亿元。

公司的投资支出规模在逐年下降，但由于公司经营获现能力弱化，公司自身经营获取的现金无法满足投资支出需求，2014~2016 年，公司筹资活动前产生的现金净额分别为-4.41 亿元、-8.39 亿元和-1.77 亿元，公司筹资压力趋缓。2014~2016 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，其中，2016 年，公司筹资活动现金流量净额快速下降，系公司偿还债务支付的现金大幅增加所致。

2017年1～3月，公司经营活动现金流入量为18.55亿元，同比增长8.22%，现金收入比降至101.47%；经营活动净现金流为1.44亿元，同比下降51.00%；投资活动净现金流为-2.81亿元，系购建固定资产、无形资产等支付的现金；筹资活动净现金流为1.73亿元。

总体看，虽然公司的投资支出规模呈下降趋势，但由于公司经营活动现金流出规模的大幅增加，导致经营活动净现金流不断下降，公司自身经营获取的现金无法完全满足投资支出需求，公司面临一定的外部融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司的流动比率和速动比率均呈上升趋势，两项指标三年均值分别为 83.74%和 68.33%；截至 2016 年底，公司的流动比率和速动比率分别为 89.33%和 72.54%。公司经营现金流负债比近三年连续下降，三年平均为 29.39%，2016 年为 25.36%。截至 2017 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别降至 79.33%和 63.53%。总体上，公司的短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司 EBITDA 波动中有所增长，年均增长 4.59%，分别为 8.50 亿元、11.30 亿元和 9.30 亿元。EBITDA 利息倍数分别为 3.84 倍、3.83 倍和 3.42 倍。全部债务/EBITDA 分别为 5.78 倍、5.27 倍和 5.90 倍。总体上看，公司整体偿债能力一般。

截至 2017 年 3 月底，公司共获得各大商业银行授信总额 87.52 亿元，其中已使用额度 55.28 亿元，未使用额度 32.24 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司无对外担保。

7. 对存续期内债券覆盖程度

目前公司存续期内的债券为“15 心连心 MTN001”，期限从 2015 年 8 月 5 日到 2018 年 8 月 5 日，金额 3 亿元。

2016 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 3.10 倍、23.33 倍和 2.27 倍，公司 EBITDA 和经营活动现金流量对“15 心连心 MTN001”的偿付保障能力强。

8. 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 2017 年 5 月 8 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清业务中存在一笔欠息记录，欠息金额为 34.33 万元，欠息发生日期为

2017 年 3 月 21 日，公司已于 2017 年 3 月 22 日结清该笔欠息。

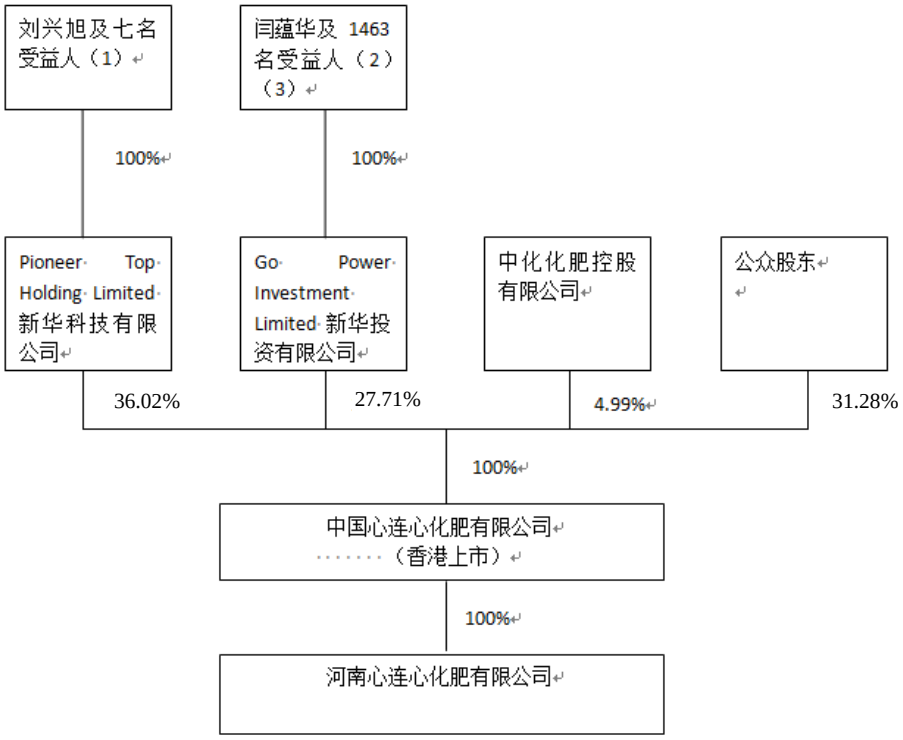
9. 抗风险能力

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，公司抗风险能力强。

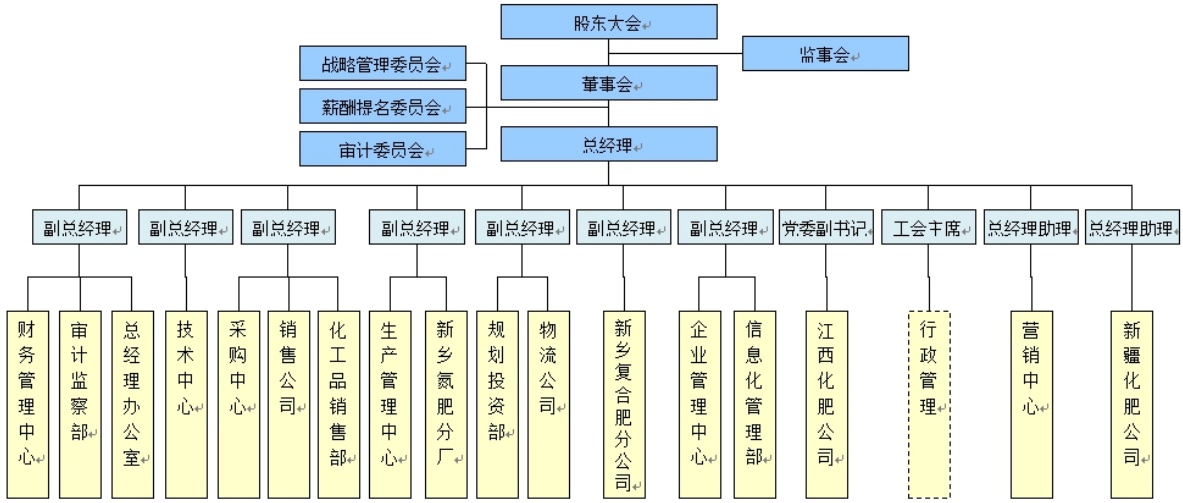
十、结论

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.25	9.58	7.28	8.88
资产总额(亿元)	92.38	110.49	111.81	114.30
所有者权益(亿元)	31.76	36.12	40.76	41.80
短期债务(亿元)	17.99	15.20	10.68	18.83
长期债务(亿元)	31.14	44.40	44.20	39.33
全部债务(亿元)	49.13	59.60	54.88	58.15
营业收入(亿元)	53.65	60.02	59.30	18.33
利润总额(亿元)	3.15	5.17	1.38	1.18
EBITDA(亿元)	8.50	11.30	9.30	--
经营性净现金流(亿元)	12.14	8.16	6.80	1.44
财务指标				
销售债权周转次数(次)	202.84	113.76	82.54	--
存货周转次数(次)	14.16	11.17	10.44	--
总资产周转次数(次)	0.66	0.59	0.53	--
现金收入比(%)	104.00	103.35	117.40	101.47
营业利润率(%)	20.31	25.78	20.06	24.72
总资本收益率(%)	5.81	6.90	3.92	--
净资产收益率(%)	8.35	12.20	2.82	--
长期债务资本化比率(%)	49.50	55.14	52.02	48.47
全部债务资本化比率(%)	60.73	62.27	57.38	58.18
资产负债率(%)	65.61	67.31	63.54	63.42
流动比率(%)	63.17	88.12	89.33	79.33
速动比率(%)	51.41	72.61	72.54	63.53
经营现金流动负债比(%)	41.89	27.78	25.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.84	3.83	3.42	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.78	5.27	5.90	--

注：公司 2017 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（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%
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%

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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。