

# 信用评级公告

联合〔2022〕7184号

联合资信评估股份有限公司通过对河南心连心化学工业集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持河南心连心化学工业集团股份有限公司主体长期信用等级为AA，并维持“18心连心MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月二十八日

# 河南心连心化学工业集团股份有限公司

## 2022 年跟踪评级报告

### 评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
河南心连心化学工业集团股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
18 心连心 MTN001	AA	稳定	AA	稳定

### 跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 心连心 MTN001	2 亿元	2 亿元	2023/01/25

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 7 月 28 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
<a href="#">化工企业信用评级方法</a>	V3.1.202205
<a href="#">化工企业主体信用评级模型（打分表）</a>	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构	3	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

### 评级观点

跟踪期内，河南心连心化学工业集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内大型民营化肥生产企业，在生产规模、技术水平、产品竞争力、区位条件、市场地位等方面继续保持优势。江西九江项目于 2021 年 2 月投产，公司产能规模进一步扩大。2021 年，公司产品产销量提高，营业总收入及利润规模同比扩大，经营活动现金流继续保持大额净流入。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司产品原材料价格处于高位，产能扩张快并因此形成了较重的债务负担和受环保政策影响较大等因素对公司信用水平造成的不利影响。

公司现金类资产、经营活动现金流量和 EBITDA 对“18 心连心 MTN001”保障能力很强。

目前，公司已形成以新乡、新疆和九江为主的三大生产基地，有效辐射周边省市。未来随着化肥行业落后产能的逐步淘汰，公司综合竞争力将进一步提升，经营状况有望保持良好。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“18 心连心 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

### 优势

- 公司综合竞争力仍较强。**公司是中国传统大型尿素生产企业，掌握了先进的煤化工技术，生产规模大，已完成相关技术改造，淘汰了固定床技术，同时公司持续加大对新产品的研发和推广力度，技术优势明显，品牌认知度高，产品竞争力强。
- 新疆项目和江西九江项目投产带动公司产能规模扩大。**跟踪期内，公司新疆项目和江西九江项目投产，新增 110 万吨/年的尿素，40 万吨/年复合肥，60 万吨/年甲醇，40 万吨/年二甲醚产能。公司已形成以新乡、新疆和九江为主的三大生产基地，有效辐射周边省市。
- 公司产品销量同比扩大，收入和利润规模扩大，获现能力较强。**2021 年，公司尿素、甲醇、二甲醚等主导产品销量大幅增长，公司营业总收入及利润总额分别同比增长 58.79% 和 258.16%，公司经营活动现金流净

分析师：樊思 石梦遥

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

额为 25.44 亿元，经营活动现金净流入规模较大。

#### 关注

1. **原材料价格大幅波动，成本控制压力增大。**2021 年以来，公司主要原材料煤炭价格大幅波动且目前仍处于相对高位，公司煤沫采购均价同比大幅上涨，未来对公司造成了一定的成本控制压力。
2. **跟踪期内，公司债务增长较快。公司债务负担较重，且短期债务占比较高。**截至 2022 年 3 月底，公司全部债务规模为 141.97 亿元，较 2020 年底增加 34.27 亿元，全部债务资本化比率为 64.81%，短期债务占 67.37%。
3. **煤化工行业受环保政策影响较大。**公司为煤化工企业，存在一定的环保压力。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	14.17	15.21	20.48	39.95
资产总额(亿元)	160.62	198.18	241.49	264.88
所有者权益(亿元)	56.20	58.70	72.57	77.10
短期债务(亿元)	39.54	49.57	73.24	95.65
长期债务(亿元)	43.30	58.14	51.95	46.33
全部债务(亿元)	82.84	107.70	125.19	141.97
营业总收入(亿元)	94.22	102.80	163.25	55.29
利润总额(亿元)	5.23	5.60	20.07	6.13
EBITDA(亿元)	15.94	16.97	35.80	--
经营性净现金流(亿元)	25.04	18.44	25.44	1.72
营业利润率(%)	22.88	21.29	26.65	25.66
净资产收益率(%)	8.12	8.23	22.46	--
资产负债率(%)	65.01	70.38	69.95	70.89
全部债务资本化比率(%)	59.58	64.72	63.30	64.81
流动比率(%)	55.69	44.62	47.33	52.50
经营现金流动负债比(%)	41.75	23.04	23.20	--
现金短期债务比(倍)	0.36	0.31	0.28	0.42
EBITDA 利息倍数(倍)	4.14	3.44	6.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.20	6.35	3.50	--
公司本部				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	131.67	150.07	171.96	193.21
所有者权益(亿元)	53.97	54.08	65.36	67.11
全部债务(亿元)	60.39	69.09	82.18	94.45
营业总收入(亿元)	72.78	78.83	86.79	32.80
利润总额(亿元)	7.43	2.59	13.22	2.03
资产负债率(%)	59.01	63.96	61.99	65.27
全部债务资本化比率(%)	52.81	56.09	55.70	58.46
流动比率(%)	69.56	43.21	48.12	52.77
经营现金流动负债比(%)	35.67	42.20	-2.50	--

注: 1. 2022年一季度财务数据未经审计; 2. 公司合并口径长期应付款已计入长期债务及相关指标测算

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 心连心 MTN001	AA	AA	稳定	2021/07/27	樊思 张葛	<a href="#">化工企业信用评级方法(V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
18 心连心 MTN001	AA	AA	稳定	2018/01/12	牛文婧 柳丝丝 王聪	<a href="#">化工行业企业信用评级方法(2017年)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

## 声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受河南心连心化学工业集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

# 河南心连心化学工业集团股份有限公司

## 2022 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）按照关于河南心连心化学工业集团股份有限公司（以下简称“公司”或“河南心连心”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

### 二、企业基本情况

公司始建于 1969 年，原名为河南新乡化肥总厂，原注册资本为人民币 10757 万元。

表 1 公司近年来主要事件

时间	事件
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》，河南心连心化工集团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
2018 年 8 月	公司引入战略投资者海通创新证券投资有限公司
2018 年 11 月	公司引入包括宁波元年合金投资合伙企业（有限合伙）等多家战略投资者。公司性质由外商独资企业变为中外合资企业。公司实收资本增至 16.46 亿元。同时，公司进行股权改制，以 2018 年 11 月 30 日作为股改基准日，将整体股改基准日权益数据转入资本公积
2019 年 4 月	公司已经新乡市市场监督管理局“（新市市监）登记企备字〔2019〕第 2 号”外商投资企业备案通知书备案，并更名为现用名
2019 年 9 月	公司注册资本和实收资本均变更为 18.45 亿元，并新增战略投资者，中国心连心持股比例变更为 78.37%
2020 年 6 月	公司引入战略投资者中央企业贫困地区产业投资基金股份有限公司，新增注册资本 0.5 亿元，公司注册资本增至 18.95 亿元，中国心连心持股比例变更为 76.31%。

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 18.95 亿元。截至 2022 年 5 月底，中

国心连心为公司控股股东（持股比例为 76.43%），实际控制人为刘兴旭先生，公司股权结构图见附件 1-1。

跟踪期内，公司组织结构无重大变化，公司主营业务仍为化肥产品和化工产品的生产和销售。截至 2021 年底，公司合并范围内子公司 30 家。

截至 2021 年底，公司资产总额 241.49 亿元，所有者权益 72.57 亿元（含少数股东权益 3.10 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 163.25 亿元，利润总额 20.07 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 264.88 亿元，所有者权益 77.10 亿元（含少数股东权益 3.47 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 55.29 亿元，利润总额 6.13 亿元。

公司注册地址：河南新乡经济开发区（小冀镇）；法定代表人：刘兴旭。

### 三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司经联合资信评级的存续债券如表 2 所示。公司存续债券募集资金已按照募集用途使用，跟踪期内，公司存续债券正常付息。

表 2 本次跟踪相关债券情况（单位：亿元）

证券名称	起息日期	到期日期	当前余额	票面利率（当期）
18 心连心 MTN001	2018/01/25	2023/01/25	2.00	6.98%

资料来源：Wind

### 四、宏观经济和政策环境

#### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，



国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表3 2021年一季度至2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021年 一季度	2021年 二季度	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速  
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

**需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。**消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造

业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

**CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。**2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降

转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

**社融总量扩张，财政前置节奏明显。**2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

**财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。**2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

**稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。**2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。**

2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

**疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。**生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

## 五、行业分析

**跟踪期内，国内尿素整体供需较为平衡。尿素下游需求中农业需求占比大，受化肥利用效能增长的影响，2021年，尿素消费量同比下降。2021年以来，受原材料价格上涨，国际政治因素的影响，尿素价格大幅上涨。未来，受“双碳”政策影响，尿素行业供给和消费增长有限。**

尿素属于高浓度氮肥（含氮量46%），是氮肥中最主要的品种。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。目前国内采用油头制肥的企



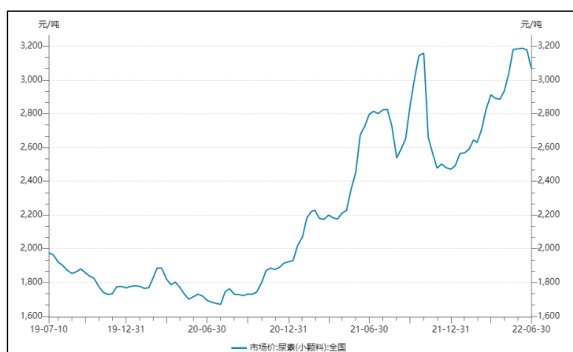
业已经较少。现阶段，我国尿素产能中以天然气为原料的约占26%，以煤炭为原料的约占72%（其中传统工艺占比34%左右）。

近年来，受环保约束趋严，行业自发市场化去产能，能耗双控政策等因素的影响，行业落后产能逐步被淘汰退出市场，同时采用先进工艺的装置陆续投产，行业整体产能稳中有降。2021年，国内尿素产能7193万吨/年，有所回升；尿素产量5455万吨，产能利用率约为76%。

国内尿素需求主要来自于农业用肥（占比超70%），分为直接施肥（占比超50%）和以复合肥形式（占比超20%）消耗的间接施肥。工业用肥分别是三聚氰胺、人造板、环保用途及化妆品医药等。近年来，随着我国化肥利用效能进一步提高，单位面积化肥施用量有所下降，农业领域对尿素的需求整体保持平稳。2021年，我国尿素消费量同比下降25万吨，约为5032万吨。

我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，尿素企业对下游客户具有较强的议价和成本传导能力，但产能过剩、市场竞争激烈等因素削弱了尿素企业的议价能力。

图1 尿素（小颗粒）价格



资料来源：Wind

2021年以来，在全球经济恢复，对大宗商品需求增加的大背景下，煤炭价格大幅上涨。在成本上升的推动下，尿素价格亦持续上涨。2021年9~10月，受国内实施能耗双控政策的影响，尿素价格暴涨；10月下旬，政府出台控

制煤炭价格相关的措施，煤炭价格回落，尿素价格随之回落。2022年上半年，受俄乌冲突等因素的影响，粮食危机概念再起，化肥品种价格大幅上涨，尿素价格也随之持续上涨。截至2022年6月底，尿素价格达到3069.30元/吨。

2020年12月发布的《国务院关税税则委员会关于2021年关税调整方案的通知》提到“对尿素、复合肥、磷酸氢铵3种化肥的配额税率继续实施1%的进口暂定税率”，目前化肥出口税率继续保持0关税。2021年国家政策层面提出“碳达峰、碳中和”的政策。为推动政策落地，工信部2021年12月份印发《“十四五”工业绿色发展规划》，提到严控尿素、磷铵、电石、烧碱、黄磷等行业新增产能。因此，从长期来看，尿素产能增长空间有限。2022年6月，农业部印发《农业农村减排固碳实施方案》，以粮食主产区、果菜茶优势产区、农业绿色发展先行区等为重点，推进氮肥减量增效；研发推广作物吸收、利用率高的新型肥料产品，推广水肥一体化等高效施肥技术，提高肥料利用率；推进有机肥与化肥结合使用，增加有机肥投入，替代部分化肥。

在双碳政策且行业产能整体过剩的大背景下，未来尿素产能增长有限；同时，随着新型化肥的研发，以及氮肥减量增效方案的实施，我国对尿素的消费量增长有限。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2022年3月底，公司注册资本和实收资本为18.95亿元，中国心连心为控股股东，公司实际控制人为刘兴旭。

### 2. 企业规模

公司是中国传统大型尿素生产企业，技术优势明显，生产规模较大，现已形成以新乡、新疆和九江为主的三大生产基地。

公司是中国传统大型尿素生产企业，公司掌握了先进的煤化工技术，技术优势明显，生

产规模大，品牌认知度高，产品竞争力强。公司目前有三大主要生产基地，分别位于河南省新乡市（本部）、新疆自治区玛纳斯县和江西省九江市。截至2022年3月底，公司具备尿素产能310万吨/年，复合肥产能290万吨/年，甲醇产能135万吨/年，二甲醚产能80万吨/年等。2021年，公司完成技术改造后，公司淘汰了固定床技术，全部使用水煤浆技术。

近年来，公司一直在加大对新产品的研发和推广力度，目前成功研发的高效肥品种共有9种，比如聚能网肥、控失肥、腐植酸肥和微量元素肥等，有效提高了公司化肥产品的竞争力。

### 3. 过往债务履约情况

#### 公司履约记录良好。

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2022年7月15日，公司无不良信贷信息记录，公司过往债务履约记录良好。

根据过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2022年7月19日，联合资信未发现公司被列入失信被执行人名单。

## 七、管理分析

**跟踪期内，公司监事会构成及人员发生较大变动，对公司经营无重大影响；董事及高级管理人员未发生变动。公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。**

跟踪期内，公司监事会人员构成由5位监事变更为3位监事。同时，公司监事会换届，茹正涛、李军、王静、冯越退出监事会，邱明明被选举为监事，炎灿炬被选举为监事会主席。董事和高级管理人员无变化。公司内部管理制

度无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营现状

**2021年，公司产品销量与销售价格均同比上升，带动公司营业总收入同比大幅增长；公司毛利率同比上升。2022年一季度，公司营业总收入同比大幅增长，毛利率较2021年变化不大。**

公司主营业务为化肥产品和化工产品的生产和销售。其中，化肥产品包括尿素和复合肥，为公司的主导产品；化工产品包括甲醇、三聚氰胺和二甲醚等，二甲醚为甲醇的下游产品、三聚氰胺为高附加值产品。

收入方面，2021年，公司营业总收入为163.25亿元，同比增长58.79%。分板块来看，2021年，车用尿素溶液和其他业务收入同比变化不大，其余业务板块收入均大幅增长，主要系产品销量增加及销售价格上涨所致。

毛利率方面，2021年，市场供需格局较好，公司生产成本得以传导至下游且产品售价涨幅高于成本涨幅，因此，尿素毛利率同比有所上升，甲醇毛利率同比大幅上升12.86个百分点，三聚氰胺毛利率同比大幅提升32.82个百分点，二甲醚毛利率同比上升11.99个百分点；复合肥毛利率同比有所下降，主要系磷铵等原材料价格上涨，而产品售价涨幅低于原材料价格涨幅所致；车用尿素溶液由于执行年度固定价合同，毛利率同比有所下降；其他业务毛利率同比上升4.40个百分点，主要系毛利率较高的气体业务收入占比同比上升所致。综上，公司综合毛利率同比上升5.29个百分点。

2022年一季度，公司营业总收入55.29亿元，同比增长83.32%，主要系产品销量及销售价格上涨所致；综合毛利率较2021年变化不大。

表4 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019年			2020年			2021年			2022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	33.16	35.19	34.87	30.88	30.04	31.38	49.70	30.45	35.97	15.83	28.63	35.25

复合肥	28.54	30.30	15.43	31.62	30.76	14.71	37.49	22.96	9.40	14.77	26.71	18.45
甲醇	0.74	0.79	1.06	5.15	5.01	3.20	18.71	11.46	16.06	5.31	9.60	8.39
三聚氰胺	6.58	6.99	40.48	6.22	6.05	36.20	12.11	7.42	69.02	2.79	5.04	66.31
二甲醚	9.19	9.75	6.30	7.49	7.29	6.05	14.41	8.83	18.04	4.31	7.80	13.27
液氨	--	--	--	--	--	--	9.87	6.04	32.93	4.21	7.61	36.11
车用尿素溶液	1.72	1.82	25.72	5.75	5.59	34.48	5.54	3.39	30.97	1.16	2.10	40.19
其他	14.29	15.17	15.86	15.68	15.26	19.92	15.43	9.45	24.32	6.91	12.50	18.01
合计	94.22	100.00	23.27	102.80	100.00	21.71	163.25	100.00	27.00	55.29	100.00	26.05

注：1.其他主要包括工业用粗醇、液氨、氨水、腐殖酸、二氧化碳和配焦煤产品；2.数据略有差异系四舍五入造成  
资料来源：公司提供

## 2. 原材料采购

由于公司淘汰固定床技术，已不再采购无烟块煤。2021年以来，随着大宗商品价格上涨，公司原材料采购价格均大幅上涨，给公司成本控制造成不利影响。

尿素生产主要原料为煤炭（无烟块煤及烟煤沫）。公司生产复合肥料所使用的主要原材料为尿素、钾及磷。其中，原料尿素全部自产，钾和磷主要为外购。跟踪期内，公司原材料的采购模式和结算模式无重大变化。

原材料采购数量方面，2020年以来，公司对固定床技术的产能进行技术改造，改造完成后，公司均采用使用烟煤沫生产的水煤浆技术。因此，2021年，公司未采购块煤，煤沫采购量同比增长72.57%。2021年，氯化钾采购量

同比增长16.90%，主要系在氯化钾价格呈上涨趋势的背景下，公司增加储备所致；磷酸一铵采购量同比增长4.64%。2022年1—3月，由于公司复合肥产量同比增长，公司氯化钾及磷酸一铵采购量分别同比增长13.97%和42.99%；公司煤沫采购量同比变化不大。

原材料采购价格方面，2021年，公司煤沫、氯化钾和磷酸一铵采购均价均大幅上升，分别同比上升59.56%、45.25%和54.75%，与市场走势趋同。2022年1—3月，受大宗商品市场价格上涨影响，公司煤沫、氯化钾及磷酸一铵采购价格分别较2021年上涨10.83%、41.33%和11.51%。原材料上升对公司造成了一定的成本压力。

表5 近年来公司主要生产原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
块煤	采购量	88.61	86.20	--	--
	采购均价	1046.72	882.78	--	--
煤沫	采购量	83.58	126.52	218.34	81.32
	采购均价	708.76	662.95	1057.78	1172.37
氯化钾	采购量	19.86	29.40	34.37	8.65
	采购均价	2249.26	1678.82	2438.41	3446.28
磷酸一铵	采购量	33.53	36.18	37.86	10.41
	采购均价	2142.45	1852.89	2867.28	3197.39

注：公司在复合肥生产过程中会使用氯化钾和磷酸一铵，此外公司还有部分氯化钾和磷酸一铵贸易业务  
资料来源：公司提供

在煤炭供应商集中度方面，公司煤炭主要从国能销售集团华北能源贸易有限公司、陕煤运销集团榆林销售有限公司等大型企业采购，前五大供应商采购金额占22.63%，采购集中度一般，供应较为稳定。

电力是公司生产所需的主要能源，电力成

本占公司生产成本的比重约15%。2021年，公司外购电力成本为7.55亿元，同比下降14.68%，主要系公司完成技术改造，淘汰耗电量较大的固定床技术所致。

### 3. 产品生产及销售

跟踪期内，新疆和九江项目投产，公司产能进一步扩大，部分主导产品产量同比增长。公司产品产销率情况良好，2021年以来，受原材料价格上涨、俄乌战争等因素的影响，公司产品销售价格大幅上涨。

产能方面，2021年，新疆项目投产30万吨

/年的尿素和10万吨/年的车用尿素产能；江西九江项目投产，新增80万吨/年的尿素，40万吨/年的复合肥，60万吨/年甲醇，40万吨/年的二甲醚、40万吨/年车用尿素溶液产能。截至2022年3月底，公司各类产品产能较2021年底无变化。

表6 公司主要产品产能情况（单位：万吨、万吨/年）

年份	项目	尿素	复合肥	甲醇	三聚氰胺	二甲醚	车用尿素溶液	液氮
2019年	产量	219.64	134.94	2.81	12.93	32.12	12.71	--
	设计产能	230	290	60	12	40	20	--
	产能利用率（%）	95.50	46.53	4.68	107.75	80.30	63.55	--
2020年	产量	223.71	142.09	18.38	14.05	30.78	41.28	--
	设计产能	200	250	75	12	40	100	--
	产能利用率（%）	111.86	56.84	24.51	117.08	76.95	41.28	--
2021年	产量	266.51	143.80	66.17	13.26	42.88	40.07	22.59
	设计产能	310	290	135	12	80	150	--
	产能利用率（%）	85.97	49.59	49.01	110.50	53.60	26.71	--
2022年1-3月	产量	82.69	49.44	15.85	3.25	11.98	7.89	11.05
	设计产能	310	290	135	12	80	150	--
	产能利用率（%）	106.70	68.19	46.96	108.33	59.90	21.04	--

注：公司产能按一年300天核定，实际产量可能大于产能；甲醇产量中不包含用于生产二甲醚使用的甲醇，生产1吨二甲醚需要1.4吨甲醇  
资料来源：公司提供

产量方面，2021年，公司尿素产量同比增长19.14%，尿素产能利用率同比下降25.89个百分点至85.97%，主要系江西九江项目投产后产能增加所致；复合肥产量同比变化不大；甲醇产量同比增长260.01%，主要系公司新增产能投产及市场需求增加所致；三聚氰胺产量同比变化不大；由于新产能投产，二甲醚产量同比增长39.31%，二甲醚产能利用率同比大幅下降；车用尿素溶液产量同比变化不大。

跟踪期内，公司无重大环保处罚或安全事故，但公司作为煤化工企业，在国内日益趋紧的环保政策下，公司仍面临一定的环保压力。

销量方面，2021年，公司主要产品产销率均

保持在较高水平，销售情况良好。

产品销售价格方面，公司产品的市场价格较为透明，产品价格受市场供需及能源价格影响较大。2021年，公司车用尿素销售价格同比变化不大，主要系公司与下游客户签订年度固定价合同所致；其他产品销售价格均同比大幅上升，主要系2021年以来煤炭及复合肥原料氯化钾、磷酸一铵等价格大幅上涨，同时化肥行业景气度上升所致。2022年一季度，受俄乌战争的影响，化肥供应紧张，公司产品进一步随市场上涨。

跟踪期内，公司收款方式未发生变化。

表7 公司主要产品产销情况（单位：万吨、元/吨）

年份	项目	尿素	复合肥	甲醇	三聚氰胺	二甲醚	车用尿素溶液	液氮
2019年	销量	190.87	137.26	4.00	13.04	32.04	12.55	--
	产销率（%）	86.90	101.72	142.35	100.85	99.75	98.74	--
	销售均价	1737	2080	1851	5047	2867	1367	--



2020年	销量	194.73	160.95	35.46	13.84	30.85	41.54	--
	产销率(%)	87.04	113.27	192.93	98.51	100.23	100.63	--
	销售均价	1586	1965	1452	4494	2428	1384	--
2021年	销量	226.50	156.87	83.52	13.11	42.66	39.89	29.81
	产销率(%)	84.99	109.08	126.22	98.88	99.49	99.56	132.00
	销售均价	2194	2390	2240	9239	3377	1388	3310
2022年1—3月	销量	64.57	50.43	22.34	2.80	12.03	8.13	12.26
	产销率(%)	78.09	101.99	140.92	86.18	100.40	103.01	110.97
	销售均价	2452	2928	2376	9947	3587	1429	3431

注：甲醇、液氨产销率很高，主要系销量包括贸易业务的销量所致  
资料来源：公司提供

#### 4. 经营效率

公司经营效率处于行业一般水平。

2021年，公司销售债权周转次数由上年的36.13次下降为30.51次；存货周转次数和总资产周转次数分别由上年的8.66次和0.57次上升为10.11次和0.74次。

表8 2021年公司与同行业经营效率指标对比

(单位：次)

企业简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
泸天化	69.80	10.30	0.77
鲁西化工	429.88	12.08	0.99
湖北宜化	81.21	10.04	0.86

表9 截至2022年3月底公司主要在建项目情况(单位：亿元)

项目名称	建设规模	总投资	已投资	未来投资计划			备注
				2022年内	2023年	2024年	
DMF项目	20万吨DMF	8.90	3.90	2.20	1.20	0.90	该项目于2021年开工，预计2022年底投产。

资料来源：公司提供

#### 6. 未来发展

公司坚持“以肥为基肥化并举”的战略发展导向，强化优化大基地，提升持续盈利能力。

##### (1) 新乡基地

公司计划建设“肥化并举”的特色基地，发挥园区资源优势，发展硝基肥、延伸发展精细化工、做强医药中间体板块，形成“一头多尾、柔性调节”的生产模式，提升基地持续盈利能力。

##### (2) 新疆基地

公司坚持西北地区化肥第一品牌的定位，提升基地发展档次，优化玛纳斯基地产品结构，

公司	88.99	10.11	0.74
----	-------	-------	------

注：1. 为便于同业比较，本表数据引自Wind，与本报告附表口径有一定差异；2. 泸天化全称为四川泸天化股份有限公司；鲁西化工全称为鲁西化工集团股份有限公司；湖北宜化全称为湖北宜化化工股份有限公司

资料来源：Wind，联合资信整理

#### 5. 在建工程

公司主要在建工程规模较小，资本支出压力较小。

截至2022年3月底，公司主要投资项目为20万吨/年DMF项目，总投资预算8.90亿元，已完成投资3.90亿元，尚需投资金额为5.00亿元，项目计划于2022年底投产。

发展高附加值产品，推进6万吨聚甲醛项目，扩大水溶肥、滴灌肥(液体肥)及复合肥销量。

##### (3) 江西九江基地

公司定位做“以肥为基肥化并举”的现代化沿江化工示范园区，重点延伸产业链，按照“强链、延链、补链”的策略发展，以合成气为源头，发展基础化工、精细化工、电子级化学品及资源综合利用产品四个板块。

## 九、 财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2021 年合并财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2022 年一季度财务数据未经审计。

从合并报表范围看，2021 年公司合并报表范围增加了 3 家子公司，均系新设立，处置 1 家子公司。2022 年 1—3 月，公司合并范围内二级子公司新增 1 家。总体看，合并范围变化对财务数据可比性的影响不大，财务数据可比性较强。

截至 2021 年底，公司资产总额 241.49 亿元，所有者权益 72.57 亿元（含少数股东权益 3.10 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 163.25 亿元，利润总额 20.07 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 264.88 亿元，所有者权益 77.10 亿元（含少数股东权益 3.47 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 55.29 亿元，利润总额 6.13 亿元。

### 2. 资产质量

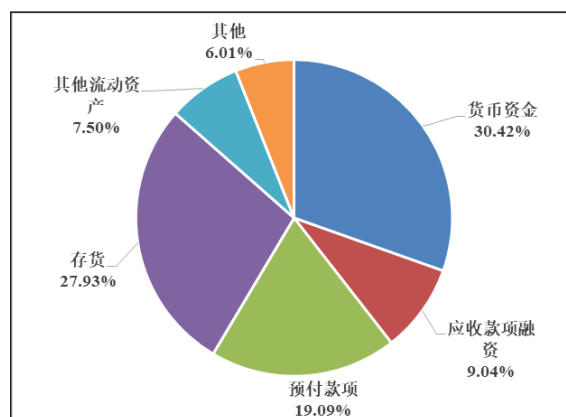
跟踪期内，公司资产规模增长较快，资产构成仍以非流动资产为主。流动资产中主要为货币资金、存货以及预付款项；非流动资产中固定资产和在建工程占比很高，符合行业特征。公司部分资产因融资受限，整体资产流动性较低。

截至 2021 年底，公司资产总额 241.49 亿元，较 2020 年底增长 21.86%，主要系存货、预付款项和固定资产增加所致。其中，流动资产占 21.49%，非流动资产占 78.51%。

#### 流动资产

截至 2021 年底，公司流动资产 51.89 亿元，较 2020 年底增长 45.35%，主要系预付款项和存货增加所致。公司流动资产构成如下图所示。

图 2 截至 2021 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司货币资金 15.79 亿元，较 2020 年底增长 22.71%，主要系公司收入上升后回款增加及贷款增加所致。货币资金中有 7.35 亿元受限资金，主要为银行承兑汇票、信用证等保证金，受限比例为 46.53%。

截至 2021 年底，公司应收款项融资 4.69 亿元，较 2020 年底增长 100.49%，主要系应收化工产品的货款增加所致。

截至 2021 年底，公司预付款项 9.91 亿元，较 2020 年底增长 105.80%，主要原因为：（1）江西九江项目投产预付煤款、运费、原料款增加；（2）公司本部因复合肥原料供应紧张，预付复合肥原料款增加；（3）原材料价格上涨。

截至 2021 年底，公司存货 14.49 亿元，较 2020 年底增长 59.67%，主要系原材料和产品价格上涨所致。公司存货主要由原材料（占 47.17%）、产成品（占 37.25%）和配件备件（13.85%）构成，累计计提跌价准备 0.08 亿元，计提比例为 0.57%，计提比例低。

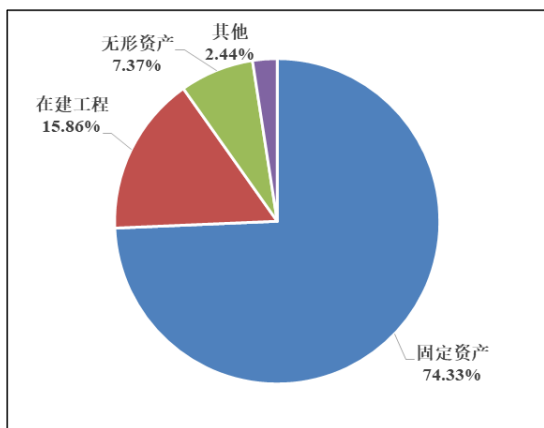
截至 2021 年底，公司其他流动资产 3.89 亿元，较 2020 年底增长 10.47%，主要系待抵扣税额增加所致。

#### 非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 189.60 亿元，较 2020 年底增长 16.69%，公司非流动资产构成如下图所示。



图3 截至2021年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司固定资产140.93亿元，较2020年底增长46.12%，主要系在建工程建成转固所致。公司固定资产主要由机器设备（占64.30%）、构筑物及辅助设施（占20.02%）和房屋及建筑物（占13.58%）构成，累计计提折旧45.74亿元；固定资产成新率75.61%，成新率较高。

截至2021年底，公司在建工程30.08亿元，较2020年底下降35.88%，主要系在建工程转入固定资产所致。公司在建工程累计计提跌价准备0.11亿元。

截至2021年底，公司无形资产13.97亿元，较2020年底增长46.68%，主要系江西九江项目转固，增加土地资产所致。截至2021年底，公司无形资产累计摊销1.57亿元，主要由土地使用权构成。

截至2021年底，公司资产受限规模35.04亿元，占资产总额的14.51%。

表10 截至2021年底公司资产受限情况

(单位：亿元)

受限资产	受限金额	受限原因
货币资金	7.35	保证金
应收款项融资	2.06	借款担保
固定资产	24.86	抵押贷款、为取得售后租回融资租赁款受限
其他非流动资产	0.09	信用证保证金
在建工程	0.68	为取得售后租回融资租赁款受限
合计	35.04	--

资料来源：公司财务报告

截至2022年3月底，公司资产总额264.88亿元，较上年底增长9.68%。其中，流动资产占比26.46%，非流动资产占比73.54%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。其中，货币资金较上年底增长63.39%，主要系保证金增加所致；应收账款较2021年底增长47.22%，主要系车用尿素溶液客户账期调整所致；预付款项较2021年底增长29.57%，主要系公司为复合肥旺季备货复合肥原材料所致；在建工程较上年底下降49.90%，主要系在建项目转固所致。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

**跟踪期内，受益于公司利润留存，公司所有者权益大幅增长；所有者权益中实收资本和资本公积占比较大，所有者权益稳定性好。**

截至2021年底，公司所有者权益合计72.57亿元，较2020年底增长23.64%，主要系未分配利润增加所致；其中，归属于母公司所有者权益占比为95.73%，少数股东权益占比为4.27%。截至2021年底，在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占26.12%、43.61%和22.89%，所有者权益结构稳定性好。

截至2022年3月底，公司所有者权益合计77.10亿元，较上年底增长6.24%，所有者权益规模及结构较上年变动不大。

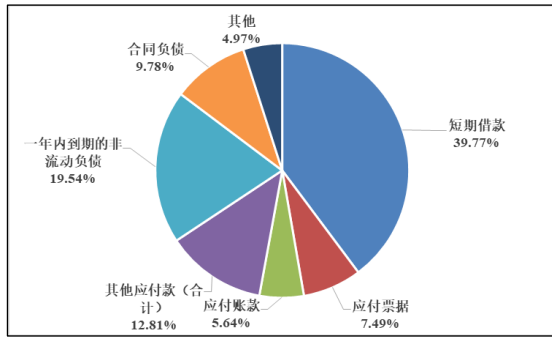
#### 负债

**跟踪期内，公司全部债务快速增长，整体债务负担仍较重；但由于公司所有者权益规模增长，公司债务负担指标变化不大。公司短期债务占比较高，债务结构有待改善。**

截至2021年底，公司负债总额168.92亿元，较2020年底增长21.11%，主要系公司短期借款增加所致；流动负债占64.92%，较2020年底上升7.54个百分点；公司流动负债占比较高与资产结构匹配度不佳。

截至2021年底，公司流动负债109.65亿元，较2020年底增长37.03%，主要系短期借款增加所致。公司流动负债主要构成如下图所示。

图4 截至2021年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司短期借款43.61亿元，较2020年底增长94.85%，主要系公司业务规模扩大，流动资金需求增加且公司对在建项目投入资金所致，主要由信用借款38.48亿元构成。

截至2021年底，应付票据及应付账款合计14.40亿元，较2020年底下降5.92%；公司应付票据8.21亿元，较2020年底下降26.13%；应付账款4.19亿元，较2020年底增长47.75%。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债21.42亿元，较2020年底增长33.33%。

截至2021年底，公司合同负债10.73亿元，较2020年底增长32.25%，主要系江西九江项目投产，预收货款增加所致。

截至2021年底，公司其他应付款14.04亿元，较2020年底下降6.28%。

截至2021年底，公司非流动负债59.26亿元，较2020年底变化不大。公司非流动负债主要由长期借款(占73.66%)、应付债券(占5.00%)和长期应付款(占18.92%)构成。

截至2021年底，公司长期借款43.66亿元，较2020年底下降6.24%。

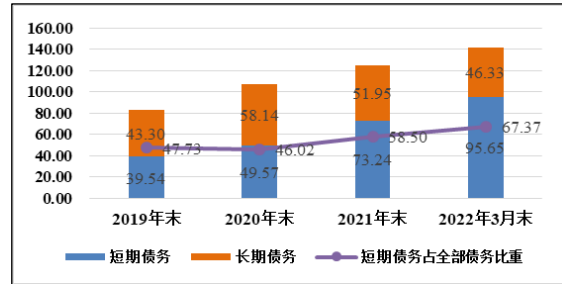
截至2021年底，公司应付债券2.96亿元，较2020年底下降39.48%，主要系重分类至一年内到期的非流动负债所致。

截至2021年底，公司长期应付款11.21亿元，较2020年底增长74.36%，主要系融资租赁和采矿权长期应付款增加所致。

截至2021年底，公司全部债务125.19亿元，较2020年底增长16.24%，主要系短期借款增加所致。其中，短期债务73.24亿元，占58.50%，

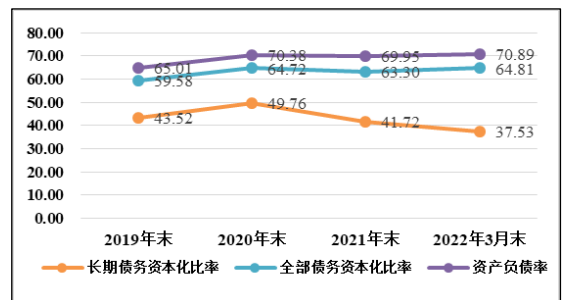
长期债务51.95亿元，占41.50%。截至2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为69.95%、63.30%和41.72%，较上年底分别下降0.43个百分点、1.42个百分点和8.04个百分点。公司债务负担较重。根据公司付息债务到期结构来看，短期债务到期金额较大，债务结构有待调整。

图5 公司债务情况(单位:亿元、%)



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图6 公司债务负担情况(单位:%)



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年3月底，公司负债总额187.77亿元，较2021年底增长11.16%，主要系应付票据和长期应付款增长所致；流动负债占71.10%，非流动负债占28.90%。公司以流动负债为主，流动负债占比上升较快。截至2022年3月底，公司应付票据25.96亿元，较2021年底增加17.75亿元；长期应付款13.56亿元，较2021年底增加2.35亿元，主要系公司新增融资租赁所致。

截至2022年3月底，公司全部债务141.97亿元，较2021年底增长13.40%。其中，短期债务95.65亿元(占67.37%)，长期债务51.15亿元(占32.63%)。截至2022年3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70.89%、64.81%和37.53%，

较上年底分别上升 0.94 个百分点、上升 1.50 个百分点和下降 4.19 个百分点。总体看，公司整体债务负担较重。

#### 4. 盈利能力

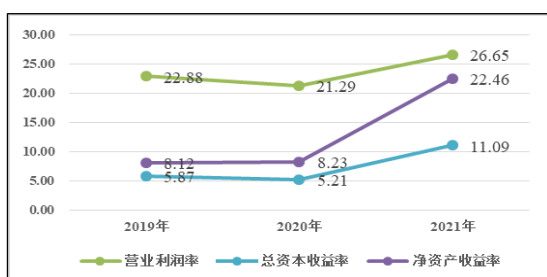
2021 年，公司收入同比大幅增长，利润规模大幅扩大，但期间费用控制能力仍有待提高。2021 年，公司整体盈利指标同比提高，处于行业中上水平。2022 年一季度，公司收入和利润规模同比大幅增长。

2021 年，公司实现营业总收入 163.25 亿元，同比增长 58.79%，主要系公司产品销量和销售均价同比上升所致。2021 年，公司营业成本 119.17 亿元，同比增长 48.06%，主要系公司产品产量增长且原材料价格上升所致。2021 年，公司利润总额 20.07 亿元，同比增长 258.16%。2021 年，公司营业利润率为 26.65%，同比上升 5.36 个百分点。2021 年，公司利润总额 6.13 亿元，同比增长 99.48%。

2021 年，公司期间费用为 23.07 亿元，同比增长 46.28%；2021 年，公司销售费用为 4.64 亿元，同比增长 25.91%，主要系员工工资提高，疫情影响运输装卸费增加所致；管理费用为 7.11 亿元，同比增长 42.71%，主要系员工工资上涨，安全环保费增加所致；研发费用 5.74 亿元，同比增长 66.33%，主要系研发投入增加所致；财务费用为 5.58 亿元，同比增长 52.75%，主要系债务规模增加所致。2021 年，公司期间费用占营业总收入比重为 14.13%，较上年下降了 1.21 个百分点。公司期间费用控制能力仍有待提高。

2021 年，公司非经常性损益金额较小，对营业利润的贡献较小。

图 7 近年来公司盈利能力走势（单位：%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2021 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 11.09%、22.46%，同比分别上升 5.88 个百分点和 14.23 个百分点。与国内同行业公司 2021 年相关盈利指标比较来看（见下表），公司主要盈利指标处于行业中上水平。

表 11 2021 年公司与同行业盈利指标对比（单位：%）

指标名称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
泸天化	4.50	7.90	19.39
鲁西化工	20.31	28.68	30.42
湖北宜化	12.60	114.78	24.62
<b>公司</b>	<b>11.62</b>	<b>24.92</b>	<b>27.00</b>

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异

资料来源：Wind；联合资信整理

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 55.29 亿元，同比增长 83.32%，主要系公司产品销量及销售价格同比增长所致。2022 年 1—3 月，公司营业利润率为 25.66%，同比下降 3.35 个百分点，期间费用率同比下降 3.70 个百分点，实现利润总额 6.13 亿元，同比增长 99.48%。

#### 5. 现金流

2021 年，公司经营现金流良好，投资活动现金流出现规模较大，筹资活动现金流呈流入状态。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	95.94	102.00	166.77	58.61
经营活动现金流出小计	70.90	83.56	141.34	56.89
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>25.04</b>	<b>18.44</b>	<b>25.44</b>	<b>1.72</b>
投资活动现金流入小计	1.35	1.58	1.43	0.17
投资活动现金流出小计	28.71	37.80	35.21	8.50
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-27.36</b>	<b>-36.22</b>	<b>-33.78</b>	<b>-8.33</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>-2.32</b>	<b>-17.78</b>	<b>-8.34</b>	<b>-6.61</b>
筹资活动现金流入小计	60.85	78.17	75.73	36.10
筹资活动现金流出小计	53.52	62.76	64.83	26.57
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>7.33</b>	<b>15.41</b>	<b>10.90</b>	<b>9.53</b>
现金收入比	99.97%	96.73%	99.71%	105.29%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看, 2021年, 公司经营活动现金流入同比增长63.51%, 主要系收入增长所致; 经营活动现金流出同比增长69.15%, 主要系公司购买原材料支付员工薪资的现金支出增加所致。2021年, 公司经营活动现金净流入同比增长37.95%, 现金收入比为99.71%, 同比上升2.98个百分点, 收入实现质量较好。

从投资活动来看, 2021年, 公司投资活动现金流入规模很小, 同比下降9.47%; 投资活动现金流出同比下降6.85%。2021年, 公司投资活动现金净流量-33.78亿元, 同比下降6.74%。

2021年, 公司筹资活动前现金净流量-8.34亿元; 公司经营活动现金流量净额无法完全覆盖投资活动净流出。

从筹资活动来看, 2021年, 公司筹资活动现金流入同比有所下降; 筹资活动现金流出有所增长。2021年, 公司筹资活动现金净流量10.90亿元, 同比下降29.25%。

2022年1-3月, 公司实现经营活动现金净流量1.72亿元; 公司实现投资活动现金净流量-8.33亿元; 公司实现筹资活动现金净流量9.53亿元。

## 6. 偿债能力

跟踪期内, 公司债务负担较重且短期债务融资上升较快, 与公司重资产的结构匹配度不佳, 公司短期偿债压力较大。但得益于公司主业较好的盈利及获现表现, 未来随着新建产能的逐步释放, 若公司能保持近年来的经营趋势, 公司长期偿债能力将增强。综合来看, 公司偿债能力指标很好。

表 13 公司偿债指标情况

项目	项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
短期偿债能力	流动比率(%)	55.69	44.62	47.33	52.50
	速动比率(%)	39.83	33.27	34.11	41.28
	经营现金/流动负债(%)	41.75	23.04	23.20	--
	经营现金/短期债务(倍)	0.63	0.37	0.35	--
	现金短期债务比(倍)	0.36	0.31	0.28	0.42
长	EBITDA(亿元)	15.94	16.97	35.80	--

长期偿债能力	全部债务/EBITDA(倍)	5.20	6.35	3.50	--
	经营现金/全部债务(倍)	0.30	0.17	0.20	--
	EBITDA/利息支出(倍)	4.14	3.44	6.08	--
	经营现金/利息支出(倍)	6.50	3.74	4.32	--

从短期偿债能力指标看, 2021年, 流动比率、速动比率及经营现金流动负债比较2020年均有所提升, 经营现金/流动负债及现金短期债务比较2020年略有下降。整体而言, 公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债能力指标看, 2021年, 公司EBITDA同比大幅增长, 长期偿债指标提升较为明显。整体而言, 公司长期偿债指标很好。

截至2022年3月底, 公司共获得银行授信额度共计人民币160.99亿元, 剩余可用额度为37.03亿元, 公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2022年3月底, 公司无对经营活动产生实质影响的重大未决诉讼或仲裁事项。

截至2022年3月底, 公司对外担保1.13亿元, 担保对象为公司参股公司九江彭诚港务有限公司, 对外担保规模较小, 风险尚属可控。

## 7. 母公司财务分析

母公司作为公司三大主要生产基地之一, 同时对子公司的投融资采取统一管理的模式。母公司资产和权益规模稳定增长, 但债务负担仍较重。

公司母公司主要作为新乡基地的经营主体, 同时对子公司的投融资采取统一管理的模式。截至2021年底, 母公司资产总额171.96亿元, 较2020年底增长14.59%, 主要系货币资金、其他应收款和在建工程增加所致。其中, 流动资产32.21亿元(占18.73%), 非流动资产139.75亿元(占81.27%)。从构成看, 流动资产主要由货币资金(占28.50%)、应收款项融资(占5.06%)、预付款项(占17.31%)、其他应收款(占20.84%)、存货(占18.64%)和其他流动资产(占8.20%)构成; 非流动资产主要由长期股权投资(占40.27%)、固定资产(占37.95%)、在建工程(占14.39%)和无形资产(占6.71%)



构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 9.18 亿元。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 65.36 亿元，较 2020 年底增长 20.86%，主要系未分配利润增加所致；所有者权益主要由实收资本（占 29.00%）、资本公积（占 48.68%）、未分配利润（占 18.92%）构成。

截至 2021 年底，母公司负债总额 106.60 亿元，较 2020 年底增长 61.99%，主要系短期借款增加所致。其中，流动负债 66.94 亿元（占 62.79%），非流动负债 39.66 亿元（占 37.21%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 45.43%）、应付票据（占 7.96%）、其他应付款（占 10.73%）、一年内到期的非流动负债（占 20.21%）和合同负债（占 8.27%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 75.39%）、应付债券（占 7.48%）和长期应付款（占 16.51%）构成。截至 2021 年底，母公司资产负债率为 61.99%，较 2020 年底下降 1.97 个百分点。

2021 年，母公司营业总收入为 86.79 亿元，同比增长 10.10%；利润总额为 13.22 亿元，同比增加 10.63 亿元。

现金流方面，2021 年，母公司经营活动现金净流量-1.67 亿元，主要系母公司支付内部往来款增加所致；母公司投资活动现金净流量-3.71 亿元；母公司筹资活动现金净流量 7.24 亿元。

## 十、存续期内债券偿还能力

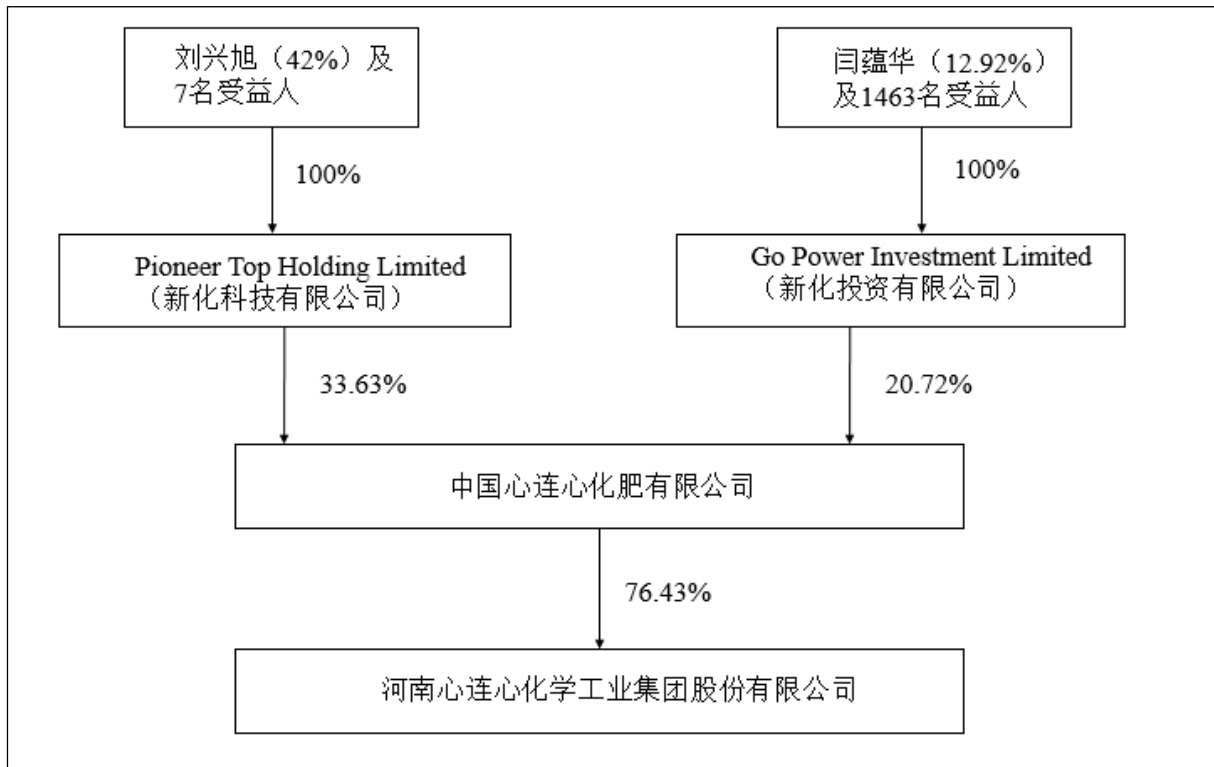
**公司现金类资产、经营活动现金流量和 EBITDA 对待偿债券保障能力很强。**

截至 2022 年 7 月 20 日，公司存续债券仅存“18 心连心 MTN001”，余额 2.00 亿元。2021 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 分别为“18 心连心 MTN001”的 83.39 倍、12.72 倍和 17.90 倍。截至 2022 年 3 月底，公司现金类资产为“18 心连心 MTN001”本金的 9.48 倍。

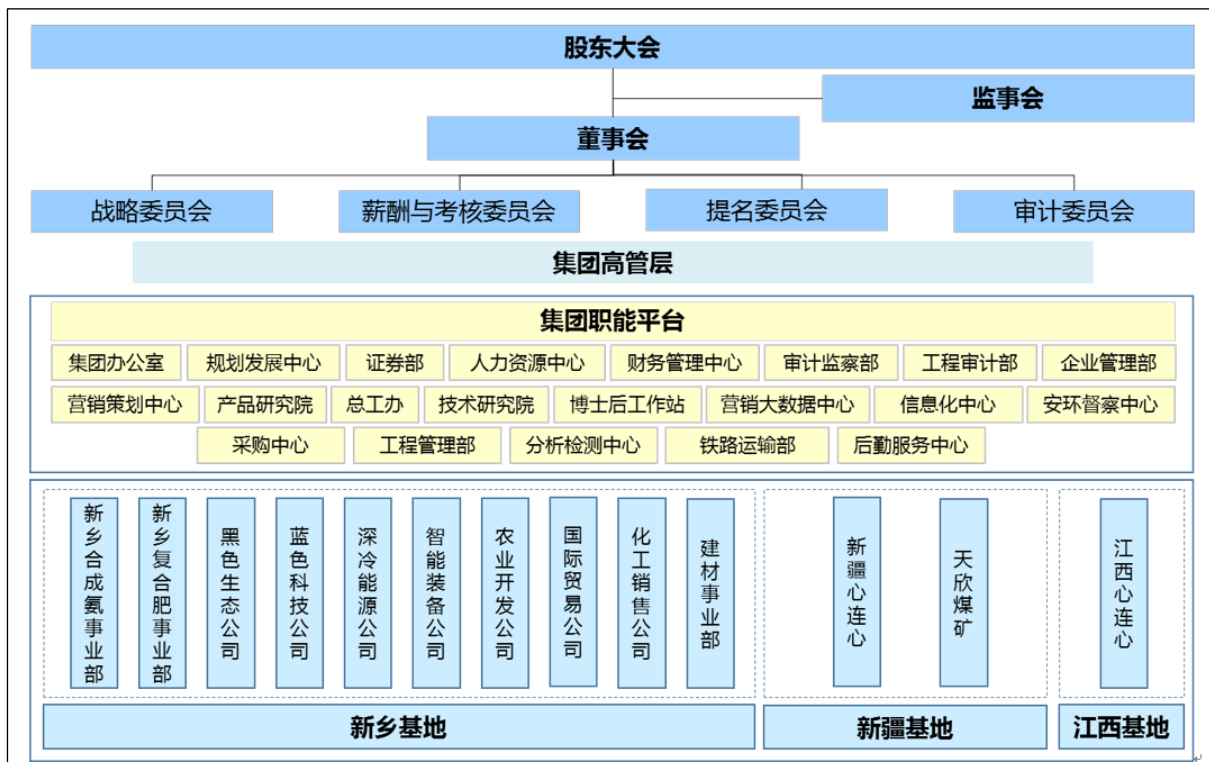
## 十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“18 心连心 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 5 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2022 年 5 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供



## 附件 2 截至 2021 年底公司主要子公司基本情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	
					直接	间接
新疆心连心能源化工有限公司	玛纳斯	玛纳斯	化肥生产	210000	100	--
阿克苏心连心复合肥有限公司	阿克苏	阿克苏	化肥生产	20000	--	100
江西心连心化学工业有限公司	九江	九江	化肥生产	270000	100	--
河南农心肥业有限公司	新乡	新乡	化肥生产	3700	100	--
新乡县心连心售电有限公司	新乡	新乡	发电供电	9716	100	--
河南心连心化肥检测有限公司	新乡	新乡	化肥检测	100	100	--
河南心连心蓝色环保科技有限公司	新乡	新乡	尿素生产	5000	100	--
河南心连心泰蓝环保科技有限公司	新乡	新乡	尿素生产	1000	--	51
江西超蓝环保科技有限公司	九江	九江	尿素生产	2000	--	100
新乡县心连心农业开发有限公司	新乡	新乡	农业生产	1000	100	--
河南心连心国际贸易有限公司	新乡	新乡	出口贸易	1000	100	--
上海益波水务科技有限公司	上海	上海	技术开发	20000	100	--
九江益波水务科技有限公司	九江	九江	技术开发	20000	--	100
哈维斯特国际商务有限公司	中国香港	中国香港	出口贸易	449	100	--
新疆心连心泰蓝环保科技有限公司	玛纳斯	玛纳斯	尿素生产	600	--	51
九江心连心农业科技有限公司	九江	九江	农业生产	1000	--	100
杭州心诺化工有限公司	杭州	杭州	批发贸易	500	100	--
河南心连心智能装备科技有限公司	新乡	新乡	设备制造	10000	100	--
新疆心连心化学工业有限公司	昌吉	昌吉	化肥生产	5000	100	--
甘肃心连心现代农业科技有限公司	甘肃	甘肃	化肥生产	3000	--	100
广东心梦蓝环保科技有限公司	东莞	东莞	尿素生产	2000	--	100
玛纳斯天利煤业有限责任公司	玛纳斯	玛纳斯	煤炭开采	11400	--	100
玛纳斯县天欣煤业有限公司	玛纳斯	玛纳斯	煤炭开采	68000	--	100
新疆黑色生态科技股份有限公司	玛纳斯	玛纳斯	化肥生产	11000	68.91	--
河南黑色生态科技有限公司	新乡	新乡	化肥生产	2000	--	68.92
乌鲁木齐黑色生态科技有限公司	乌鲁木齐	乌鲁木齐	化肥生产	3500	--	68.92
河南心连心深冷能源股份有限公司	新乡	新乡	气体生产	10000	57.69	--
河南深冷气体有限公司	新乡	新乡	气体贸易	100	--	57.69
新疆深冷气体有限公司	玛纳斯	玛纳斯	气体生产	2000	--	57.69
江西深冷气体有限公司	九江	九江	气体生产	1000	--	57.69

资料来源：公司提供

## 附件 3-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	14.17	15.21	20.48	39.95
资产总额 (亿元)	160.62	198.18	241.49	264.88
所有者权益合计 (亿元)	56.20	58.70	72.57	77.10
短期债务 (亿元)	39.54	49.57	73.24	95.65
长期债务 (亿元)	43.30	58.14	51.95	46.33
全部债务 (亿元)	82.84	107.70	125.19	141.97
营业总收入 (亿元)	94.22	102.80	163.25	55.29
利润总额 (亿元)	5.23	5.60	20.07	6.13
EBITDA (亿元)	15.94	16.97	35.80	--
经营性净现金流 (亿元)	25.04	18.44	25.44	1.72
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	38.98	36.13	30.51	--
存货周转次数 (次)	7.28	8.66	10.11	--
总资产周转次数 (次)	0.64	0.57	0.74	--
现金收入比 (%)	99.97	96.73	99.71	105.29
营业利润率 (%)	22.88	21.29	26.65	25.66
总资本收益率 (%)	5.87	5.21	11.09	--
净资产收益率 (%)	8.12	8.23	22.46	--
长期债务资本化比率 (%)	43.52	49.76	41.72	37.53
全部债务资本化比率 (%)	59.58	64.72	63.30	64.81
资产负债率 (%)	65.01	70.38	69.95	70.89
流动比率 (%)	55.69	44.62	47.33	52.50
速动比率 (%)	39.83	33.27	34.11	41.28
经营现金流动负债比 (%)	41.75	23.04	23.20	--
现金短期债务比 (倍)	0.36	0.31	0.28	0.42
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.14	3.44	6.08	--
全部债务/EBITDA (倍)	5.20	6.35	3.50	--

注：1.2022 年一季度财务报表未经审计；2.已将长期应付款计入长期债务及相关指标测算  
 资料来源：公司提供

## 附件 3-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	7.22	5.37	9.18	18.97
资产总额 (亿元)	131.67	150.07	171.96	193.21
所有者权益合计 (亿元)	53.97	54.08	65.36	67.11
短期债务 (亿元)	33.72	34.29	49.27	69.23
长期债务 (亿元)	26.67	34.80	32.91	25.21
全部债务 (亿元)	60.39	69.09	82.18	94.45
营业总收入 (亿元)	72.78	78.83	86.79	32.80
利润总额 (亿元)	7.43	2.59	13.22	2.03
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	16.83	23.33	-1.67	-0.55
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	--	--	--	--
存货周转次数 (次)	--	--	--	--
总资产周转次数 (次)	--	--	--	--
现金收入比 (%)	106.45	95.86	97.37	90.31
营业利润率 (%)	18.83	17.57	16.71	19.51
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	12.90	4.23	19.90	--
长期债务资本化比率 (%)	33.07	39.15	33.49	27.31
全部债务资本化比率 (%)	52.81	56.09	55.70	58.46
资产负债率 (%)	59.01	63.96	61.99	65.27
流动比率 (%)	69.56	43.21	48.12	52.77
速动比率 (%)	58.76	34.40	39.16	45.46
经营现金流动负债比 (%)	35.67	42.20	-2.50	--
现金短期债务比 (倍)	0.21	0.16	0.19	0.27
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 1. 2022 年一季度财务报表未经审计  
 资料来源: 公司提供

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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+平均应收款项融资)
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%
<b>盈利指标</b>	
总资产收益率	(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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 5-1 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 5-2 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。

## 附件 5-3 评级展望设置及其含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持