

信用等级公告

联合[2018] 1815号

联合资信评估有限公司通过对河南心连心化肥有限公司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肥有限公司主体长期信用等级为AA，并维持“15心连心MTN001”和“18心连心MTN001”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年七月二十三日



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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15心连心MTN001	3亿元	2018/08/05	AA	AA
18心连心MTN001	2亿元	2023/01/25	AA	AA

评级时间：2018年7月23日

财务数据

项 目	2015年	2016年	2017年	18年3月
现金类资产(亿元)	9.58	7.28	5.08	5.99
资产总额(亿元)	110.49	111.81	121.33	120.26
所有者权益(亿元)	36.12	40.76	41.58	43.17
短期债务(亿元)	15.20	10.68	24.55	24.22
长期债务(亿元)	44.40	44.20	35.23	36.16
全部债务(亿元)	59.60	54.88	59.78	60.38
营业收入(亿元)	60.02	59.30	80.93	23.16
利润总额(亿元)	5.17	1.38	5.05	1.90
EBITDA(亿元)	11.30	9.30	13.54	--
经营性净现金流(亿元)	8.16	6.80	10.23	2.15
营业利润率(%)	25.78	20.06	22.81	22.99
净资产收益率(%)	12.20	2.82	10.44	--
资产负债率(%)	67.31	63.54	65.73	64.10
全部债务资本化比率(%)	62.27	57.38	58.98	58.31
流动比率(%)	88.12	89.33	66.24	66.38
经营现金流动负债比(%)	27.78	25.36	23.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.27	5.90	4.41	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.83	3.42	4.97	--

注：公司2018年1季度财务数据未经审计。

分析师

牛文婧 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，在新产能投产和产品价格上升的双重影响下，公司收入规模和利润水平大幅增长；化工产品对公司收入形成有益补充，产品结构更加均衡。同时，联合资信关注到化肥行业仍处于产能过剩状态、原材料价格上涨以及未来存在一定资本支出压力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主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15心连心MTN001”和“18心连心MTN001”的信用等级为AA。

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。
3. 跟踪期内，受益于产品价格和销量双增影响，公司收入规模大幅增长；同时，公司积极进行产品结构优化，盈利能力增强。
4. 公司现金类资产、经营活动现金流和EBITDA对存续期债券保障能力强。

关注

1. 化肥行业仍处于产能过剩状态，市场竞争

激烈，公司面临一定的经营压力。

2. 跟踪期内，主要原材料价格大幅增长，加大了公司成本控制压力。
3. 公司在建项目规模较大，未来存在一定资本支出压力；未来新建产能能否及时消纳仍具有不确定性。
4. 跟踪期内，公司债务规模增长，短期偿债压力较大。

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

根据有关法规要求，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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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，股票代码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。后经多次增资扩股，截至2018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，公司实际控制人为刘兴旭。

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-甲基咪唑的生产和销售、车用尿素生产及销售、三聚氰胺的销售。

截至2018年3月底，公司本部下设总经办、企管中心、技术中心、营销中心、采购中心、财务部、证券部等19个职能部门。公司拥有八家全资子公司（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、心连心化肥（吉林）有限公司、新乡县心连心售电有限公司和河南心连心化肥检测有限公司）和一家控股子公司新疆心连心能源化工有限公司。

截至2017年底，公司（合并）资产总额121.33亿元，所有者权益合计41.58亿元（少数股东权益2.84亿元）；2017年公司实现营业收入80.93亿元，利润总额5.05亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额120.26亿元，所有者权益合计43.17亿元（其中少数股东权益2.91亿元）；2018年1~3月公司实现营业收入23.16亿元，利润总额1.90亿元。

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。所募资金用于补充子公司新疆心连心能源化工有限公司在

¹ 已实缴14.46亿元，预计2018年内缴足注册资本。

建工程项目配套资金。跟踪期内，公司已按时付息。

公司于 2018 年 1 月 25 日发行了 2 亿元的中期票据“18 心连心 MTN001”，期限 5 年，每年付息一次，到期一次还本。所募资金用于补充营运资金。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	票面利率	余额	起息日	到期兑付日
15 心连心 MTN001	3 亿元	6.18%	3 亿元	2015/08/05	2018/08/05
18 心连心 MTN001	2 亿元	6.98%	2 亿元	2018/01/25	2023/01/25

资料来源：联合资信根据公开信息整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值(GDP) 82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数(CPI) 有所回落，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) 涨幅较大；制造业采购经理人指数(制造业 PMI) 和非制造业商务活动指数(非制造业 PMI) 均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅(7.7%) 和收入同比增幅(7.4%) 均较 2016 年有所上升，财政赤字(3.1 万亿元) 较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方

政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重(71.2%) 也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率(58.8%) 较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资(不含农户) 63.2 万亿元，同比增长 7.2%(实际增长 1.3%)，增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资(38.2 万亿元) 同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速(7.0%) 呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速(14.9%) 小幅下降；制造业投

资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保

护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

化肥的主要品种有氮肥、磷肥和钾肥。从全球化肥市场来看，氮磷钾肥总体供需呈平衡状态。在产能、产量与消费量上看，氮肥>磷肥>钾肥，但基于三种化肥的价格分别可能受到的影响，长期来看，价格的波动范围变化趋势将是钾肥价格最为稳定，其次是磷肥，尿素价格波动可能最大。

世界化肥生产主要集中在具有原料优势

的国家，其中世界氮肥产量占总化肥产量的比重超过 60%，主要集中在俄罗斯、中东、中国和中美洲；磷肥产量占 22%，主要生产国家和地区是美国、中国、非洲和中东；钾肥产量占总产量不到 18%，主要集中在加拿大、俄罗斯、以色列和约旦，其中加拿大和前苏联地区占世界钾肥总产量的 60% 左右。

中国化肥企业的布局主要是由原料分布决定的，具有明显的地域性特征。其中，西南地区拥有丰富的天然气和磷矿资源，因此聚集了众多以天然气供能为主的氮肥企业和磷肥企业；青海地区由于拥有中国绝大部分的卤水资源，因此钾肥企业主要集中在青海地区；山西、山东等地区拥有较为丰富的煤炭资源，因此聚集了很多以煤炭供能为主的氮肥企业。中国化肥消费也具有明显的地域特征，主要集中在长江中下游和黄河中下游农业主产省份，其中河南、山东、江苏、河北、湖北、安徽、四川和湖南八省化肥消费量最大，占全国使用量的 50% 以上。

由于产能扩张以及细分行业所处的普及阶段不同，目前中国化肥各细分子行业供需格局表现出明显的分化。钾肥受资源条件的制约，中国国内产能无法满足国内需求，进口依赖度达 50% 以上，行业景气度最高。氮、磷肥前期产能扩张迅速，但需求相对稳定，当前产能过剩问题较为严重，行业去库存压力较大，行业景气度最差。复合肥行业因受到国家政策扶持和进入资金门槛较低的影响，近年产能迅速扩张，目前产能过剩严重，行业景气度低迷；但由于复合肥贴近下游，在规模、品牌、渠道、服务质量具有较强优势的复合肥企业具有较强的客户粘性，企业复合肥销售压力显著小于中小复合肥企业，且亦好于氮、磷肥企业。

尿素

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，中国尿素产能中以煤炭为原料的氮肥生

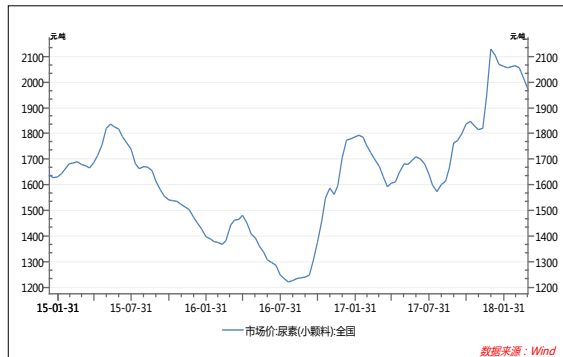
产企业整体产能占比约 70%。煤头尿素主要在华北等煤资源丰富的地区，气头尿素主要集中在西南天然气丰富地区。由于处于产业链的下游，在原料资源稀缺的情况下，尿素企业不可避免地会对上游产业产生较强的依赖，因此，上游产业的原料保障、议价能力将构成尿素企业竞争力的重要组成部分。近年来，国内天然气消费迅速增长，多数气头尿素生产企业由于天然气供应紧张被迫停产检修，进而导致经营业绩出现波动。相比而言，大型煤头尿素生产企业在资源获得、议价能力等方面存在一定的优势，原料供应保障能力良好。

供给方面，近年来，中国尿素行业产能过剩严重，价格处于底部推动行业洗牌，大量高成本企业因亏损停产，逐渐退出市场。2016 年下半年开启的以环保督查为核心的供给侧改革推动小散企业退出，过剩产能进一步出清，供需矛盾逐渐扭转。据百川资讯统计，2015~2017 年以来，中国尿素产量连续下滑。2017 年全年总产量 5758 万吨，较 2016 年同比下滑近 20%。截至 2017 年底，全国尿素总产能约 7489 万吨；扣除停产 9 个月以上可认为复产无望退出市场的产能，2018 年中国尿素有效产能约为 7241 万吨，其中煤头尿素 5446 万吨，气头尿素 1795 万吨。

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。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。尿素价格方面，进入 2015 年后，中国尿素价格继续保持低位，2016 年 12 月底尿素均价已降至 1706 元/吨，2017 年以来尿素价格有所回升，2017 年末，尿素均价达到 2128 元/吨。截至 2018

年3月31日，尿素价格为1959元/吨，今年以来尿素价格均稳定在2000元/吨左右。

图1 2015~2018年3月国内尿素市场价



资料来源: Wind

出口方面，过去两年煤价大幅上涨，气价仍然维持底部，而全球除了中国是煤头产能以外，基本都是气头产能，因此中国基本丧失了出口的成本优势，2017年出口量仅为450万吨，同比下降了49%。

复合肥

供给方面，目前，国内有数千万家复合肥企业，复合肥产能过剩严重，2017年全国产能约2.1亿吨，产量约5000万吨，行业平均产能利用率约25%，2017年下半年，复合肥企业受环保因素、原料因素和气荒等各种因素影响，多数大型复合肥企业的开工率在54%左右徘徊，而小企业的开工率不足30%。目前行业已无新增产能，装置落后、环保不达标、规模无优势的落后产能正加速退出市场。据卓创资讯显示，2017年国内复合肥产能较上年减少4%，2018年1月1日，环保税的开征，将进一步加速落后产能出清。2018年，复合肥行业进口配额为345万吨/年，配额内的关税为1%，配额外关税为150%，进口配额限制了国外复合肥进入国内市场。

复合肥的定价模式通常为成本加成模式，一般复合肥料厂的成本=原料成本+2%的原料损耗+包装费用+每吨300元左右的代加工费用，其单吨利润多少取决于所加工复合肥含量高、品质好坏。因此，复合肥的价格走势与单质肥的走势趋同，其盈利空间变动幅度有

限。

总体看，我国复合肥行业产能严重过剩，小企业开工率明显不足，行业仍处于洗牌阶段。

2. 行业政策

化肥是重要的农业生产资料，过去“供不应求”，一度被视为“特殊商品”进行管理，享受原料、电价、运输、天然气、免征增值税等优惠政策待遇，一定程度上降低了企业的生产和销售成本。现在，化肥产业借助政府的政策调控，已走到了正确的轨道上来，但却面临着产能过剩的局面，减肥增效势在必行。

2015年4月13日，国家发展改革委员会发布《关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》，通知要求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。接下来，取消化肥生产优惠电价的进程在全国各省份陆续启动。截至目前，化肥生产优惠电价已全部取消。过往化肥用电采取的是“小步慢调”的节奏逐步取消，而且每次价格上调幅度不大，目的是让企业逐步适应。本次全部取消优惠电价，短期来说对部分高成本化肥企业不利，增加了生产成本，导致国内化肥企业(尤其是尿素企业)在国际市场的竞争力下降，出口面临严峻考验。但总体来看，取消优惠电价将倒逼化肥企业转型升级，加速落后产能退出，促进企业技术革新，更有利于净化市场。

2016年7月1日，为期一年的增值税征收过渡期结束，正式恢复征收13%的增值税。自2015年9月1日起至2016年6月30日，化肥增值税进入过渡期政策，对增值税一般纳税人销售的库存化肥，允许选择按照简易计税方法依照3%征收率征收增值税。2016年7月1日起，化肥增值税过渡期政策到期，各品类肥料统一征收13%的增值税。恢复增值税征收，短期企业成本上升，一定程度上能推动化肥价格上涨、成本压力向下传导，推动包括终端消费

在内的化肥产业链各环节的利润再分配。而中长期看，该政策有利于化肥产业竞争格局优化。目前中国化肥产业产能过剩(除钾肥)局面仍较为明显。增值税的征收将通过适度提高化肥企业成本，加速淘汰规模小、设备落后、盈利能力差的中小化肥生产企业，同时对企业起到更强的约束监管，总体有利于提升化肥产业运行的规范度，进一步优化产业竞争格局。

2016年11月10日起，国家改革委《关于推进化肥用气价格市场化改革的通知》下发，调整了过往的优惠政策，全面放开化肥用气价格。虽然在气价全面放开后，部分气头尿素企业为了应对政策落地可能带来的成本增加，调低了2016年的化肥生产计划，但不会对化肥市场产生大的影响。反而，而一些气头化肥生产企业正可以以此为契，调整产业结构，研发个性化、差异化的新产品。

2016年12月23日，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》，《方案》显示，2017年取消尿素、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，复合肥出口关税从30%下调至20%。2016年尿素、磷酸一铵、磷酸二铵均按从量定额，分别按照80元/吨、100元/吨实行出口关税，相比2016年出口关税方案，2017年化肥出口关税放松力度明显强于2016年，有利于氮磷肥出口量的增长，改善氮磷肥国内供需格局。同时关税政策出台将有利于提升化肥价格上涨的预期，从而提高经销商的备货热情。

2017年2月，农业部印发了《开展果菜茶有机肥替代化肥行动方案》（以下简称《方案》）。《方案》要求在柑橘、苹果、茶叶、设施蔬菜等4大类经济作物及其主产区实施有机肥替代化肥，到2020年，果菜茶优势产区化肥用量减少20%以上，果菜茶核心产区和知名品牌生产基地（园区）化肥用量减少50%以上。2017年，选择100个果菜茶重点县（市、

区）开展有机肥替代化肥示范，创建一批果菜茶知名品牌，集成一批可复制、可推广、可持续发展的有机肥替代化肥的生产运营模式，做到建一批、成一批。力争用3~5年时间，初步建立起有机肥替代化肥的组织方式和政策体系，集成推广有机肥替代化肥的生产技术模式，构建果菜茶有机肥替代化肥长效机制。

2017年4月，财政部、国家税务总局以“财税〔2017〕37号”印发《关于简并增值税税率有关政策的通知》，自2017年7月1日起，简并增值税税率结构，取消13%的增值税税率，增值税税率由13%降为11%，简并方案实施后，执行11%低税率的化肥指经化学和机械加工制成的各种化学肥料。据国家统计局数据统计，2016年中国氮肥、磷肥、钾肥、复合肥制造业主营业务收入超过8000亿元，此次化肥增值税税率下降两个点，粗略估算化肥行业生产环节可以减免的税负约为142亿元。

总的来说，2016年以来，化肥生产流通环节运、气、电、税等诸多优惠政策陆续取消，化肥正在由过去保障农业生产的物资开始向一般的商品转换，市场化进程跨出重要一步。短期内，各项优惠政策的取消，导致生产成本上升，将会令企业经营压力倍增，但是从长远角度来看，化肥产业的整合力度将不断加快，去产能之后行业的发展更加具有可持续性。

3. 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。

4. 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。

初步核算，2017年河南省生产总值44988.16亿元，比上年增长7.8%。其中，第一产业增加值4339.49亿元，增长4.3%；第二产业增加值21449.99亿元，增长7.3%；第三产业增加值19198.68亿元，增长9.2%。三次产业结构为9.6:47.7:42.7，第三产业增加值占生产总值的比重比上年提高0.9个百分点。人均生产总值47130元，比上年增长7.4%。总体来看，2017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，2017年河南粮食种植面积10135.50千公顷，比上年减少150.65千公顷；全年粮食产量5973.40万吨，同比增长0.5%，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

公司为中国心连心全资子公司，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，目前有三大生产基地，分别位于河南省新乡市、新疆自治区玛纳斯县和江西省九江市。新乡基地拥有尿素生产线4条（分别对应一、二、三、四分厂，前三条生产线采用固定床联醇工艺，即既生产尿素又生产甲醇，第四条生产线为采用洁净煤气化技术的新工艺生产线），产能合计210万吨，复合肥生产线12条，产能合计190万吨；新疆基地拥有尿素生产线1条，产能50万吨，复合肥生产线2条，产能合计30万吨；九江基地拥有复合肥生产线1条，产能10万吨；另外，公司在吉林拥有1条复合肥生产线，产能10万吨。公司甲醇产品中40万吨采用固定床联醇生产工艺进行生产（一至三分厂采用此工艺），四分厂建立了30万吨的甲醇装置。截至2018年3月底，公司尿素年产能260万吨，复合肥年产能240万吨，甲醇70万吨，二甲醚20万吨，三聚氰胺6万吨、糠醇5万吨。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司以化肥产品和化工产品的生产和销售为主营业务，其中化肥产品包括尿素和复合肥，为公司的主导产品，化工产品主要为甲醇、三聚氰胺、二甲醚、糠醇等。

收入方面，2017年公司实现主营业务收入75.84亿元，较2016年增长32.61%，主要系产品价格上涨，同时新增复合肥和二甲醚产能，其产销量均实现增长所致。从收入构成来看，尿素和复合肥一直为公司收入的主要来源。2017年尿素收入为28.39亿元，同比下降3.70%，主要系公司根据市场行情，调整产品结构，加大液态氨及溶液等尿素中间产品的供

应量而减少尿素产量所致；收入占比同比减少14.13个百分点至37.43%，主要系复合肥、三聚氰胺等产品收入大幅增长所致。2017年复合肥收入同比增长38.36%至23.01亿元，主要受益于复合肥产能扩大，产销量增长所致，收入占比上升至30.34%。2017年甲醇收入为6.85亿元，同比增长28.52%，主要系产品价格上涨所致。2016年8月，6万吨的三聚氰胺投产，2017年全年实现收入3.83亿元，占比5.05%。2017年9月，30万吨的甲醇装置和20万吨的二甲醚投产，形成煤-甲醇-二甲醚的产业链，二甲醚实现营业收入2.69亿元，占比3.55%。其他产品作为公司高附加值产品，对营业收入形成一定补充。

表2 2015~2018年3月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015年			2016年			2017年			2018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	32.36	55.86	31.76	29.48	51.56	23.89	28.39	37.43	29.82	8.34	39.81	35.54
复合肥	17.67	30.50	22.27	16.63	29.08	17.04	23.01	30.34	14.71	6.08	29.02	10.04
甲醇	5.51	9.51	13.87	5.33	9.32	16.06	6.85	9.03	21.84	1.57	7.49	13.87
三聚氰胺	--	--	--	0.73	1.28	53.88	3.83	5.05	56.66	1.08	5.16	59.41
二甲醚	--	--	--	--	--	-	2.69	3.55	33.12	2.02	9.64	27.62
糠醇	1.08	1.86	1.30	2.60	4.55	7.56	4.63	6.10	9.71	1.22	5.82	10.26
其他	1.31	2.26	32.57	2.41	4.21	32.56	6.44	8.49	29.72	0.64	3.05	25.76
合计	57.93	100.00	26.29	57.19	100.00	20.67	75.84	100.00	24.24	20.95	100.00	24.83

资料来源：公司提供

注：其他主要包括液态氨和氨溶液等副产品。

毛利率方面，2017年公司复合肥毛利率下降至14.71%，主要是受原料价格涨幅较大所致；其他主要产品毛利率均有所上升，主要是产品价格涨幅较大所致。2017年公司主营业务综合毛利率为24.24%，较2016年提高3.57个百分点，盈利能力增强。

2018年1~3月，公司实现主营业务收入20.95亿元，同比增长18.90%，主要系产品价格同比上涨所致；公司综合毛利率为24.83%，较2017年同期上升2.13个百分点。

总体看，2017年，在新产能投产和产品价格上升的双重影响下，公司收入规模大幅增长；化工产品对公司收入形成有益补充，产品结构更加均衡。同时，2017年受市场影响，公

司产品销售价格大幅增长，盈利能力增强。

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。目前公司煤炭资源全部依赖外购，公司与省内的焦煤集团、山西的多家煤场达成合作协议，主材50%以上从上述企业采购；四分厂全部采用煤沫，主要来源于神华销售集团华北能源贸易有限公司，占到四分厂煤沫总量的75%。2015~2017年及2018年1~3月，公司煤炭总采购量分别为271.53万吨、273.54万吨、272.47

万吨和 71.25 万吨，采购总金额分别为 23.54 亿元、16.61 亿元、24.59 亿元和 7.87 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。公司通过不断降低煤耗，从而减轻成本压力。

表 3 公司 2015~2018 年 3 月煤炭采购价格

时间	主材 (元/吨)	煤沫 (元/吨)
2015 年	824.22	462.43
2016 年	715.27	468.95
2017 年	1018.52	688.63
2018 年 1~3 月	1377.47	774.33

资料来源：公司提供

公司的煤炭供应企业主要为河南焦煤能源有限公司、阳城县皇城相府（集团）实业有限公司、神华销售集团华北能源贸易有限公司等，所供应煤炭质量可靠。2017 年和 2018 年 1~3 月，公司对前五大供应商的采购金额分别为 17.86 亿元和 4.77 亿元，分别占采购总额的 72.62% 和 60.57%，集中度较高。公司主要通过承兑汇票支付采购款，于每月末结算当月费用，并自行承担运输成本。

表 4 2017 和 2018 年 1~3 月公司煤炭前五大供应商

(单位：万吨、亿元、%)

供应商	采购量	金额	占比
2017 年			
河南焦煤能源有限公司	64.47	6.50	26.45
阳城县皇城相府（集团）实业有限公司	30.34	5.09	20.71
神华销售集团华北能源贸易有限公司	53.01	3.02	12.27
山西华润大宁能源有限公司	21.22	2.02	8.23
神华新疆能源有限责任公司	29.70	1.22	4.96
合计	198.73	17.86	72.62
2018 年 1~3 月			
河南焦煤能源有限公司	13.61	1.76	22.41
阳城县皇城相府（集团）实业有限公司	9.07	1.26	15.98
榆林市榆阳区白鹭煤矿	14.59	0.76	9.69
神华销售集团华北能源贸易有限公司	10.78	0.53	6.78
中煤科工物流有限公司	3.67	0.45	5.72
合计	51.71	4.77	60.57

资料来源：公司提供

公司复合肥的主要原材料为尿素、钾及

磷。其中尿素原料全部来自公司自产尿素，钾和磷主要来自外购。钾供应企业主要位于陕西省及青海省，磷供应企业主要位于河南省、湖北省及云南省。2017 年，由于公司复合肥产量增加，原材料氯化钾和磷酸一铵采购量同比大幅增长；氯化钾采购均价同比变动不大，磷酸一铵采购均价同比增长 16.52% 至 2150.98 元/吨，主要系受环保影响磷矿限产导致市场磷酸一铵价格上涨所致。

表 5 公司 2015~2018 年 3 月钾、磷采购情况

(单位：万吨、亿元、元/吨)

	项目	采购量	金额	价格
2015 年	氯化钾	11.18	2.28	2036.70
	磷酸一铵	18.76	3.94	2099.69
	合计	29.94	6.22	--
2016 年	氯化钾	10.43	2.02	1908.75
	磷酸一铵	22.22	1.04	1846.06
	合计	32.65	3.06	--
2017 年	氯化钾	19.60	3.77	1924.28
	磷酸一铵	37.15	7.99	2150.98
	合计	56.75	11.76	--
2018 年 1~3 月	氯化钾	5.90	1.31	2215.51
	磷酸一铵	3.04	0.74	2453.90
	合计	8.94	2.05	--

资料来源：公司提供

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%。目前公司尿素生产线配有三组发电设备，年发电能力为 10.70 亿千瓦时，可在一定程度上保障公司稳定的电力供应。2017 年公司外购电量 12.26 亿千瓦时，外购电的成本为 6.50 亿元。2018 年 1~3 月公司外购电量 3.35 亿千瓦时，外购电的成本为 1.96 亿元。

总体看，2017 年，受公司复合肥产能扩大影响，原材料氯化钾和磷酸一铵的采购量大幅增长；煤炭采购量基本保持稳定，但其价格受市场影响大幅增长，加大了公司的成本控制压力。

3. 产品生产

2017 年，公司尿素产能保持不变，仍为

260万吨/年；复合肥产能由185万吨/年增长至240万吨/年，其中新增项目包括新乡硫基肥20万吨、江西九江10万吨、吉林10万吨、新疆15万吨；2017年8月，公司新建的年产30万吨甲醇装置和20万吨二甲醚装置投产，形成煤-甲醇-二甲醚的产业链，甲醇产能由40万吨/年增长至70万吨/年，新增二甲醚产能20万

吨/年；其他产品中三聚氰胺和糖醇产能保持不变，分别为6万吨/年和5万吨/年。

截至2018年3月底，公司主要产品年产能分别为尿素260万吨、复合肥240万吨、甲醇70万吨、二甲醚20万吨、三聚氰胺6万吨、糠醇5万吨。

表6 2015~2018年3月公司主要产品产能情况(单位:万吨、万吨/年、%)

年份		尿素	复合肥	甲醇	二甲醚	三聚氰胺	糠醇
2015年	产量	247.40	87.16	34.17	--	--	1.45
	设计产能	260.00	110.00	30.00	--	--	5.00
	产能利用率	95.13	79.24	113.8	--	--	29.00
2016年	产量	287.91	97.58	34.17	--	1.33	3.70
	设计产能	260.00	185.00	40.00	--	6.00	5.00
	产能利用率	110.73	52.75	85.43	--	22.17	74.00
2017年	产量	222.97	109.58	34.08	7.12	6.41	3.16
	设计产能	260.00	240.00	70.00	20.00	6.00	5.00
	产能利用率	85.76	45.66	48.69	35.60	106.83	63.20
2018年1~3月	产量	60.56	30.67	6.40	5.59	1.67	0.81
	设计产能	260.00	240.00	70.00	20.00	6.00	5.00
	产能利用率	23.29	12.78	9.66	27.95	27.83	16.20

资料来源：公司提供

注：公司产能按一年300天核定，实际产量可能大于产能。

产品产量方面，2017年，公司尿素产量同比下降22.56%至222.97万吨，产能利用率同比下降24.97个百分点至85.76%，主要系液氨2017年单价上涨幅度较大，公司根据产品行情及盈利情况调节产品结构，液氨产量大幅增长。2017年，复合肥产能同比大幅增长29.73%至240万吨/年，产量增长12.30%至109.58万吨，因新增产能投产均在10月份以后，数据显示产能利用率同比下降7.09个百分点至45.66%；复合肥产能利用率偏低主要是由于市场复合肥销售淡旺季较为明显，为迎合复合肥季节性特点，提高生产和销售效率，公司采用以销定产模式，即为保证旺季销量，所有复合肥生产线全线开工，适逢淡季，只保留较少产量，开工率较低。2017年，公司甲醇产量较上年保持稳定；公司新建的甲醇装置主要作为二

甲醚的生产原料，2017年8月二甲醚装置投产后保持满负荷生产状态，但未来新增的甲醇产能能否完全释放与二甲醚装置开工情况高度相关。2017年，三聚氰胺产能完全释放，其产量大幅增长至6.41万吨，处于满负荷生产状态。

生产成本方面（见表8），原材料煤炭占生产成本的60%左右。2017年以来，受煤炭价格上涨影响，公司各产品的生产成本均有所上升。

总体看，2017年公司生产情况较好，产品结构有所改善；但复合肥为满足旺季销售，扩大产能后，设备利用率偏低，新增产能存在不能及时被市场消纳的风险。同时，煤炭价格上涨导致生产成本有所增长。

4. 产品销售

公司尿素产品主要在河南销售，其余销往安徽、江苏、吉林、湖北、广东等地，同时公司 10% 尿素产量用于复合肥生产。公司的复合肥料主要销往河南、湖北、山东、黑龙江、安徽等省份。甲醇产品主要销往山东，占比在 50% 左右，其余销往河南、湖北、江苏等地。

在销售渠道方面，公司主要依靠经销商负责相关产品的具体销售工作。截至 2018 年 3 月底，公司有 300 余家一级经销商，一级经销商的销售额占公司总收入的 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、吉林及黑龙江等多个省事。

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 7 公司主要产品产销情况 (单位: 万吨、%)

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	销量	产销率	销量	产销率	销量	产销率	销量	产销率
尿素	246.75	95.13	285.77	99.26	201.89	90.55	49.34	79.48
复合肥	82.01	79.24	94.50	96.84	124.09	113.24	31.25	113.27
甲醇	34.08	113.80	33.75	98.77	32.69	95.92	6.56	102.50
二甲醚	--	--	--	--	7.04	98.88	5.61	100.36
三聚氰胺	--	--	1.24	93.23	6.32	98.60	1.50	89.82
糠醇	1.36	93.79	3.77	101.89	3.20	101.27	0.81	100.00

资料来源: 公司提供

由于化肥行业仍处于产能过剩阶段，2017 年公司尿素销量同比下降 29.35% 至 201.89 万吨，产销率下降 8.71 个百分点至 90.55%；公司复合肥销量同比增长 31.31% 至 124.09 万吨，产销率同比提高 16.40 个百分点至 113.24%，主要系公司不断提升产品质量并加大营销力度，提升市场占有率所致。甲醇销量及产销率同比略微减少。三聚氰胺的产品销量大幅上涨，主要系三聚氰胺于 2016 年 8 月底投产，2016 年产能未完全释放所致；糠醇产销量均同比大幅下降，主要系由于产品价格上涨，部分

客户采取低库存策略所致。

公司产品价格较为透明，受市场因素和成本推动影响，2017 年公司尿素销售均价同比增长 24.41% 至 1417 元/吨，复合肥销售均价同比增长 4.73% 至 1836 元/吨，甲醇销售均价同比增长 32.78% 至 2098 元/吨。公司附加值较高的糠醇产品价格大幅上涨，对公司营业利润形成有利补充。2018 年 1-3 月，在煤炭价格和春耕需求的影响下，公司主要产品售价均有所上涨。

表 8 公司主要产品平均成本和平均售价情况 (单位: 元/吨)

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	平均成本	平均售价	平均成本	平均售价	平均成本	平均售价	平均成本	平均售价
尿素	1011	1481	868	1139	994	1417	1142	1734
复合肥	1796	2150	1488	1753	1575	1836	1704	1885
甲醇	1393	1618	1326	1580	1670	2098	2060	2391
二甲醚	--	--	--	--	--	--	2747	3596
三聚氰胺	--	--	--	--	2627	6061	2917	7187

糠醇	7843	7946	6379	6901	13044	14446	13444	14981
----	------	------	------	------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供

注：售价不含税。

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，客户一般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比较小。

总体来看，2017年受市场影响，公司尿素销量及产销率均同比下降；复合肥采取薄利多销策略，销量及产销率同比增幅较大；三聚氰胺销量及产销率均大幅上涨；公司整体销售情况良好。

5. 经营效率

2015~2017年，公司销售债权周转次数和存货周转次数呈下降趋势，总资产周转次数波动上升，三年加权平均值分别为65.36次、10.56次和0.63次。2017年上述三项指标分别为35.69次、10.39次和0.69次。2017年公司销售债权周转次数大幅下降主要系糠醇业务规模扩大而其采用赊销的结算方式，同时复合肥采取“薄利多销”与“延长账期”的销售策略导致应收账款大幅增加所致。总体看，公司整体经营效率仍较好。

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。同时，打好基地产业长远发展基础。

截至2018年3月底，公司未来投资项目主要有3个，总投资预算49.24亿元，已完成投资4.01亿元，资金来源除自有资金外，其余依靠银行贷款解决。江西生产基地项目为公司未来投资的重点项目，该项目坐落于江西省九江市彭泽县矾山工业园区内，基地整体投资规模合计43.34亿元，项目包括50万吨尿素产能、30万吨复合肥产能和40万吨二甲醚产能，相关投资规模大，未来公司计划采取分阶段投资方式，一定程度减轻公司资本支出压力。

表9 公司未来投资计划表（单位：亿元）

项目名称	建设规模	总投资	资金筹措方案		已投资	未来投资计划		
			自筹	贷款		2018年	2019年	2020年
新疆二期三胺项目	年产6万吨三聚氰胺	5.90	5.90	--	3.06	1.90	0.54	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	--	0.60	0.74	0.00	0.00

江西尿素项目	年产 50 万吨尿素、40 万吨二甲醚	42.00	21.00	21.00	0.35	5.84	9.90	6.10
合计	--	49.24	28.24	21.00	4.01	8.48	10.44	6.50

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2017 年财务报告，中审华会计师事务所(特殊普通合伙)对其进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务数据未经审计。

从合并报表范围看，2017 年公司新增 1 家子公司，为新乡县心连心售电有限公司。2018 年一季度公司新增 1 家子公司，为河南心连心化肥检测有限公司。截至 2018 年 3 月底，公司共有 8 家子公司纳入合并范围。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 2017 年底，公司（合并）资产总额 121.33 亿元，所有者权益合计 41.58 亿元（少数股东权益 2.84 亿元）；2017 年公司实现营业收入 80.93 亿元，利润总额 5.05 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 120.26 亿元，所有者权益合计 43.17 亿元（其中少数股东权益 2.91 亿元）；2018 年 1~3 月公司实现营业收入 23.16 亿元，利润总额 1.90 亿元。

2. 资产质量

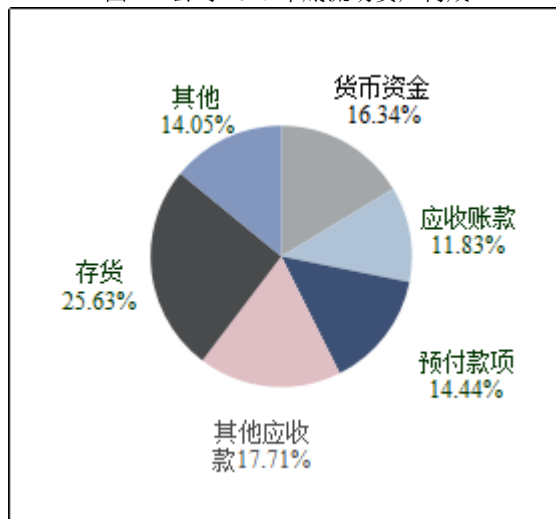
截至 2017 年底，公司资产总额 121.33 亿元，同比增长 8.52%；其中流动资产占 23.98%，非流动资产占 76.02%，流动资产占比较 2016 年提高了 2.55 个百分点，资产构成仍以非流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 29.10 亿元，较上年底增长 21.44%，主要来自应收账款和存货的增长。公司流动资产主要由货币资金（占 16.34%）、应收账款（占 11.83%）、预付款项（占 14.44%）、其他应收款（占

17.71%）和存货（25.63%）构成。

图 2 公司 2017 年底流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2017 年底，公司货币资金合计 4.75 亿元，同比下降 34.53%，其中银行存款 2.60 亿元，其他货币资金 2.15 亿元，主要为银行承兑保证金。受限资金占货币资金的 45.24%，公司受限资金占比较高。

截至 2017 年底，公司应收票据为 0.33 亿元，较 2016 年底增长 0.31 亿元，主要系 2017 年化工产品规模扩大，受行业市场规则影响，化工产品使用银行承兑汇票结算量较大，导致本期应收票据增加。

截至 2017 年底，公司应收账款为 3.44 亿元，同比增长 362.11%，主要受化工品销售模式（多采用赊销模式）影响，同时复合肥采取延长账期的销售策略。公司共计提坏账准备 131.26 万元，计提比例为 0.38%，应收账款前五名合计欠款余额为 2.94 亿元，占比为 85.50%，账期均在 1 年以内，集中度高。

截至 2017 年底，公司预付款项 4.20 亿元，同比增长 29.26%，主要系公司业务规模扩大，为保证生产需要，需维持相应规模的原材料、燃料库存，预付的采购款相应增加所致。预付款项欠款前五名单位合计 1.23 亿元，占公司预

付款项总额的 31.83%。

截至 2017 年底，公司其他应收款 5.15 亿元，同比增长 14.49%，主要系预付土地款增加所致。其他应收款前五名单位合计 4.41 亿元，占公司其他应收款总额的 85.19%，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），新乡县财政局欠公司土地款 1.24 亿元。

截至 2017 年底，公司存货 7.46 亿元，同比增长 65.58%。主要系生产规模扩大后原材料和库存商品均增加所致，公司存货由原材料（占 56.18%）和库存商品（占 43.82%）构成，公司未对存货计提减值准备。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 3.76 亿元，系企业未认证的进项税。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 92.23 亿元，同比增长 4.99%，主要系在建工程增加所致。公司非流动资产主要由固定资产（占 79.38%）、在建工程（占 14.96%）和无形资产（占 5.24%）构成。

截至 2017 年底，公司固定资产净值为 73.21 亿元，较上年底下降 2.95%，主要由房屋及建筑物（占比 30.38%）和机器设备（占比 66.71%）构成；固定资产累计计提折旧 27.85 亿元，整体成新率为 72.44%，成新率较高，公司未对固定资产计提减值准备，受限的固定资产为 1.90 亿元，主要为抵押的机器设备，合计金额为 1.90 亿元

截至 2017 年底，公司在建工程为 13.80 亿元，同比增长 93.32%，主要系技改项目增加以及建设新疆项目和江西项目持续投资所致；在建工程账面余额较大的项目主要为新疆 30-52 项目（2.82 亿元）、煤款系统井巷工程（2.88 亿元）、九江复合肥生产线（1.32 亿元）和工程往来（4.62 亿元）。

截至 2017 年底，公司无形资产账面原值为 5.41 亿元，累计摊销 0.58 亿元，无形资产账面价值为 4.84 亿元，同比下降 1.70%，主要

由土地使用权（占 79.07%）及采矿权（占 19.20%）构成。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 120.26 亿元，其中流动资产合计占 22.27%，非流动资产占 77.73%，资产总额及构成与 2017 年底相比变化不大。

总体看，跟踪期内，受益于业务规模扩大，公司流动资产实现增长，但整体仍以非流动资产为主。公司货币资金受限金额较大，其他应收款和存货占比较高，对资金形成一定程度占用；由于公司扩产及技改导致在建工程大幅增长，非流动资产实现增长。公司资产流动性有待提高，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 41.58 亿元（其中少数股东权益 2.84 亿元），同比增长 2.00%，主要系公司经营利润留存所致。其中实收资本较去年无变化，仍为 14.46 亿元；资本公积较上年底下降 11.90%至 0.88 亿元，主要系 2017 年公司对子公司新疆心连心能源化工有限公司追加投资 9.15 亿元，导致公司持有股权从 78.90%上升至 88.10%，建信资本管理有限责任公司股权下降至 11.90%，所以按股权结构冲减建信资本管理有限责任公司投资的多余资本金；2017 年归属于母公司所有者的净利润 4.13 亿元，提取盈余公积 0.40 亿元，分配红利 3.53 亿元，期末未分配利润较年初增加 0.20 亿元至 20.10 亿元。公司归属于母公司所有者权益合计 38.74 亿元，其中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润占比分别为 37.33%、2.27%、8.51%和 51.88%，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2018 年 3 月底，所有者权益合计 43.17 亿元（其中少数股东权益 2.91 亿元），较 2017 年底增长 3.83%，主要来自未分配利润和少数股东权益的增长。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占

比较大，权益稳定性一般。

负债

截至2017年底，公司负债合计79.75亿元，同比增长12.25%，主要系流动负债增加所致。其中流动负债占比55.08%，非流动负债占比44.92%，流动负债占比较年初提高17.33个百分点。

截至2017年底，公司流动负债合计43.93亿元，同比增长63.77%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债以短期借款（占8.40%）、应付票据（占9.65%）、应付账款（占18.76%）、预收款项（占18.11%）和一年内到期的非流动负债（占37.84%）为主。

截至2017年底，公司新增短期借款3.69亿元，全部为信用借款。

截至2017年底，公司应付票据为4.24亿元，较上年底下降34.87%，主要系票据到期减少所致，公司应付票据全部为银行承兑汇票。

截至2017年底，公司应付账款为8.24亿元，较上年底变化不大，主要系应付材料款（3.35亿元）和工程款（4.89亿元）。应付账款前五名合计2.14亿元，占应付账款总额的26.03%。

截至2017年底，公司预收款项为7.95亿元，同比增长42.35%，主要系化肥及化工产品市场行情较好，价格不断上涨，预收货款增长所致。预收账款前五名合计1.63亿元，占预收账款总额的20.53%。

截至2017年底，公司其他应付款为1.10亿元，同比下降9.43%，主要系往来款减少所致。其他应付款中，往来款为0.64亿元，保证金为0.41亿元，风险金为0.05亿元。

截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债16.62亿元，同比增长298.08%，其中余额为3.00亿元的建行私募债将于2018年3月31日到期，余额为3.00亿元的“15心连心MTN001”将于2018年8月5日到期，余额为1.76亿元的融资租赁款将于2018年11月26

日到期。

截至2017年底，公司非流动负债合计35.82亿元，同比下降19.00%。公司非流动负债主要由长期借款（占84.38%）和应付债券（占13.96%）构成。

截至2017年底，公司长期借款为30.23亿元，同比下降20.86%。其中，担保借款占比49.62%，信用借款占比50.38%。截至2017年底，公司应付债券为5.00亿元，系公司2017年9月发行的3年期公司债“17心化01”。

截至2018年3月底，公司负债合计77.09亿元，较2017年底下降3.33%，主要是一年内到期的非流动负债下降所致。公司负债中流动负债占52.34%，非流动负债占47.66%。

从有息债务来看，截至2017年底，公司的全部债务为59.78亿元，同比增长8.92%，其中短期债务占41.07%，长期债务占58.93%，短期债务占比较2016年上升21.60个百分点。截至2017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65.73%、58.98%和45.86%，分别同比增长2.19个百分点、增长1.57个百分点和下降6.16个百分点。截至2018年3月底，公司全部债务为60.38亿元，较2017年底增长1.00%，其中短期债务占40.11%，长期债务占59.89%。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64.10%、58.31%和45.58%，债务负担较2017年底变化不大。

图3 公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告

总体看，跟踪期内，公司债务规模有所增长，负债结构调整以流动负债为主，短期债务压力较大。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

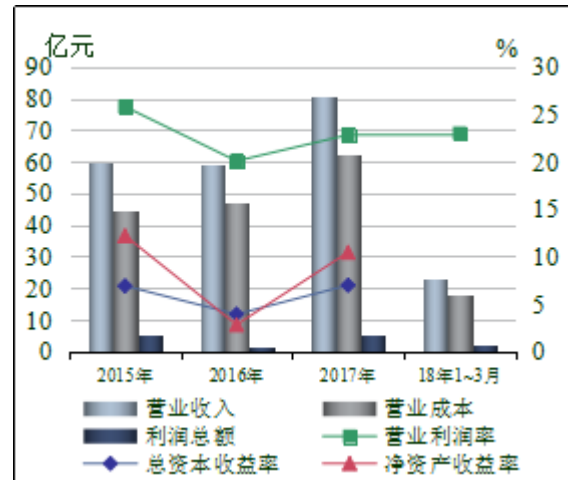
2017 年公司全年实现营业收入 80.93 亿元，同比增长 36.48%，主要受益于公司产品价格和销量双增影响；同期，公司营业成本同比增长 31.30% 至 62.13 亿元。

期间费用方面，随着公司业务的扩张，期间费用总额同比增长 18.71%。其中，销售费用同比增长 9.79% 至 4.83 亿元，主要系职工薪酬、运输费用等同比增加所致；管理费用同比增长 31.77% 至 5.98 亿元，主要系研究与开发费用同比增加所致；财务费用同比增长 10.87% 至 2.83 亿元，主要系融资规模扩大，利息支出增加所致。2017 年，公司期间费用占营业收入的 16.85%，较 2016 年下降 2.52 个百分点，公司成本控制能力有所增强。

2017 年，公司营业利润和利润总额分别为 4.96 亿元和 5.05 亿元，分别同比增长 1112.86% 和 265.23%。从盈利指标看，2017 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 22.81%、6.97% 和 10.44%，分别同比增长 2.75 个百分点、3.05 个百分点和 7.62 个百分点。公司盈利能力增强。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 23.16 亿元，同比增长 26.35%，主要系产品价格上涨所致；实现利润总额 1.90 亿元，同比增长 61.02%，营业利润率为 22.99%。

图 4 公司盈利能力指标情况



资料来源：公司财务报告

总体来看，跟踪期内，受产品价格提升、销量增长影响，公司收入和利润规模大幅增长，盈利能力增强。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2017 年随着公司收入规模的扩大，公司经营活动现金流入量同比增长 34.07% 至 93.83 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 93.51 亿元。公司现金收入比为 115.55%，同比变化不大。同期，公司经营活动现金流出同比增长 32.31% 至 83.60 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 68.29 亿元。2017 年公司经营活动产生的现金流量净额为 10.23 亿元，同比增长 50.39%。

投资活动现金流方面，公司投资活动现金流入规模小，2017 年为 0.08 亿元；同期，公司投资活动现金流出为 13.63 亿元，同比增长 58.57%，全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金。2017 年公司投资活动现金净流出 13.55 亿元。

2017 年，公司经营活动现金流大幅增长，但由于同期投资规模扩大，公司自身经营获取的现金无法满足投资支出需求，2017 年公司筹资活动前产生的现金净额为 -3.32 亿元，存在一定的对外融资压力。

2017 年，公司筹资活动现金流入量为

27.24 亿元，主要为取得借款收到的现金 27.14 亿元。同期，公司筹资活动现金流出 26.42 亿元，主要为偿还债务支付的现金 19.97 亿元和分配股利、利润或偿付利息支付的现金 6.27 亿元。2017 年，公司筹资活动现金流量净额为 0.82 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量为 24.28 亿元，现金收入比下降至 104.76%；经营活动净现金流为 2.15 亿元，投资活动净现金流为 -3.18 亿元，筹资活动净现金流为 1.17 亿元。

总体看，2017 年公司经营活动现金流保持良好；但经营活动现金流量净额仍无法满足公司在建项目和偿还债务的资金需求，公司仍面临一定的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017 年，公司的流动比率和速动比率分别为 66.24% 和 49.26%，分别较 2016 年下降 23.09 个百分点和 23.28 个百分点。公司经营现金流负债比为 23.29%，同比下降 2.07 个百分点。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 66.38% 和 48.42%，指标低。跟踪期内，由于公司短期债务规模大幅增长，短期偿债能力减弱。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 同比增长 45.65% 至 13.54 亿元。EBITDA 利息倍数为 4.97 倍，全部债务/EBITDA 为 4.41 倍，EBITDA 对全部债务及利息的保障程度尚可，公司长期偿债能力增强。总体上看，公司整体偿债能力尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得各大商业银行授信总额 77.33 亿元，其中已使用额度 62.39 亿元，未使用额度 14.94 亿元。

截至 2018 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）和“18 心连心 MTN001”（期限从 2018 年 1 月 25 日到 2023 年 1 月 25 日，金额 2 亿元），合计待偿金额为 5 亿元。

2017 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对合计待偿金额的保障倍数分别为 2.71 倍、18.77 倍和 2.05 倍。同时，考虑到“15 心连心 MTN001”将于 2018 年 8 月到期兑付，2018 年 3 月底公司非受限现金类资产对“15 心连心 MTN001”的保障倍数为 1.32 倍。总体看，公司现金类资产、经营活动现金流和 EBITDA 对存续期债券的保障能力强。

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 2018 年 6 月 25 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，系出纳操作原因，未足额将利息划至银行开立的一般户导致余额不足、造成欠息所致，公司已于付息日的次日将利息补存结清。

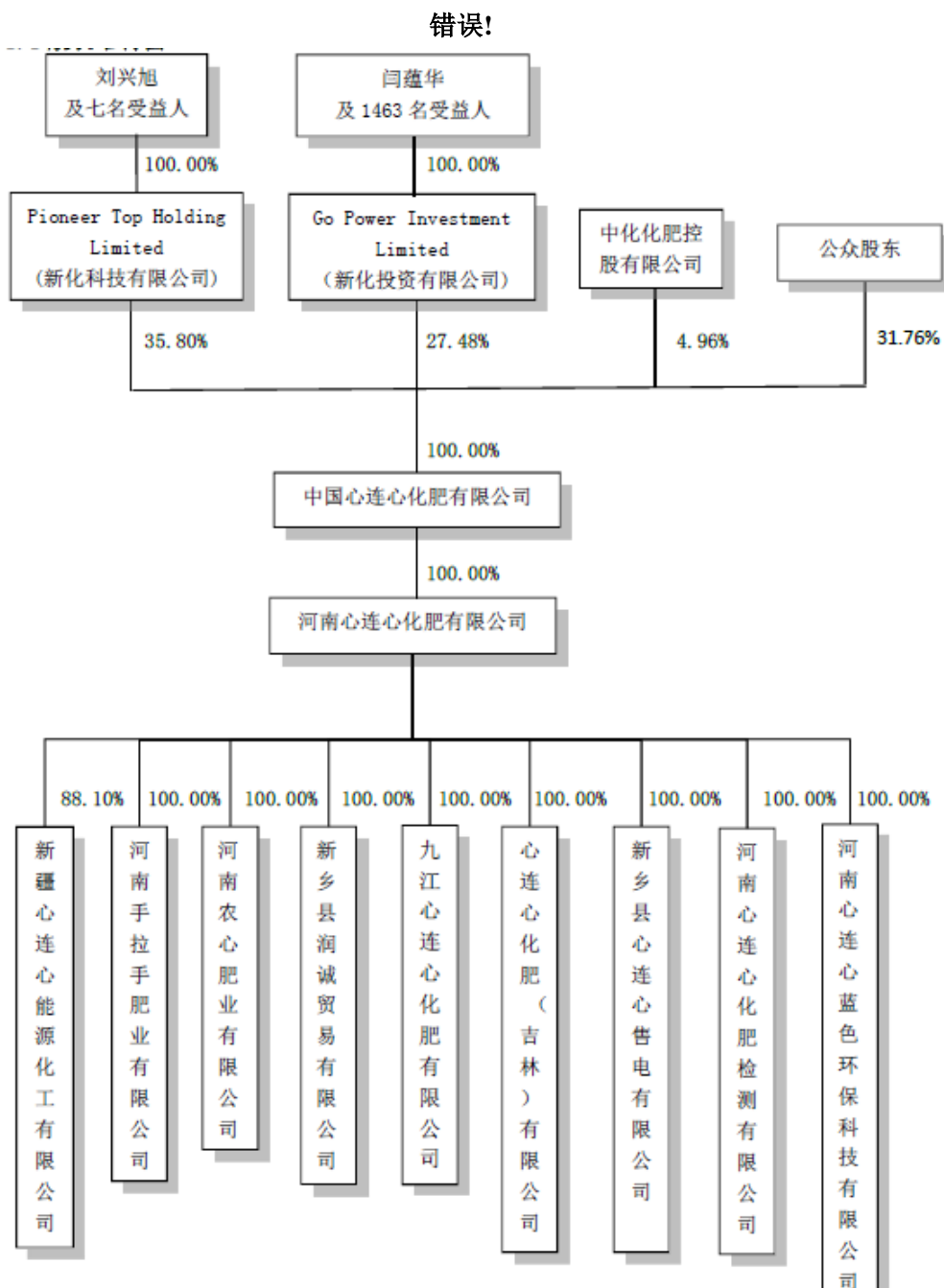
9. 抗风险能力

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。

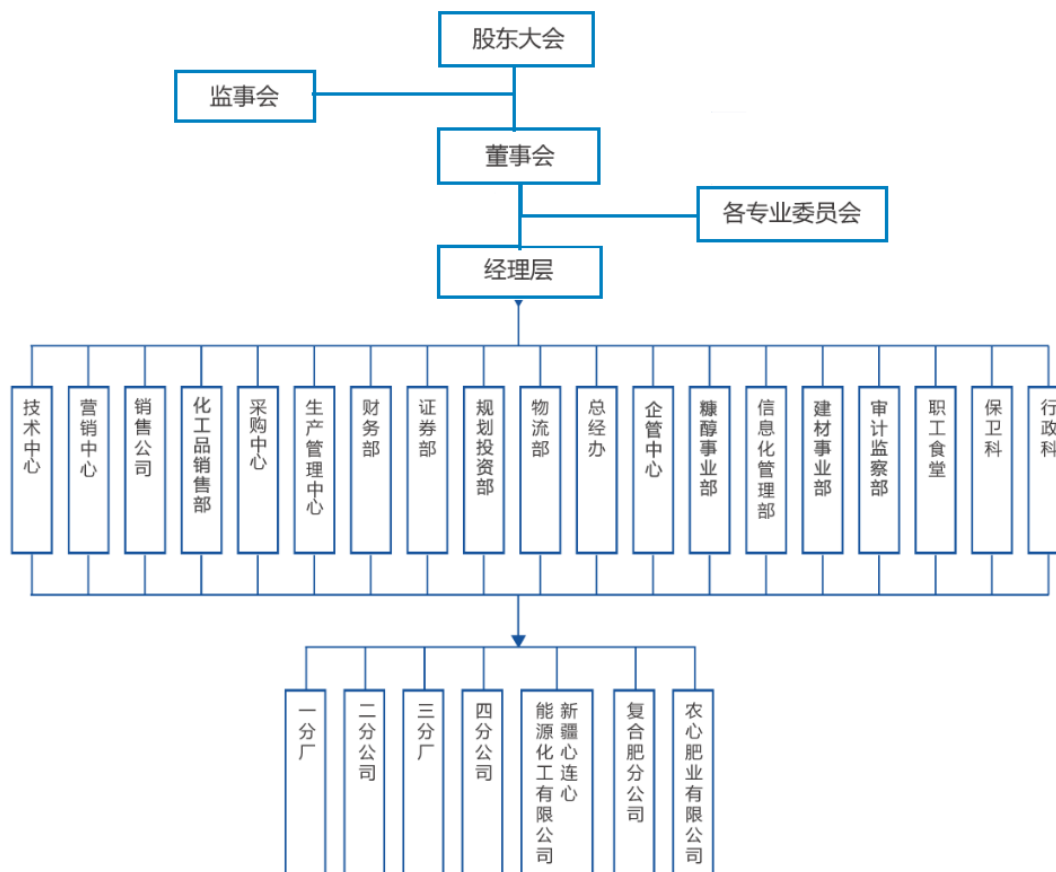
十、结论

综合评估，联合资信确定维持河南心连心化肥有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“15 心连心 MTN001”和“18 心连心 MTN001”的信用等级为 AA。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.58	7.28	5.08	5.99
资产总额(亿元)	110.49	111.81	121.33	120.26
所有者权益(亿元)	36.12	40.76	41.58	43.17
短期债务(亿元)	15.20	10.68	24.55	24.22
长期债务(亿元)	44.40	44.20	35.23	36.16
全部债务(亿元)	59.60	54.88	59.78	60.38
营业收入(亿元)	60.02	59.30	80.93	23.16
利润总额(亿元)	5.17	1.38	5.05	1.90
EBITDA(亿元)	11.30	9.30	13.54	--
经营性净现金流(亿元)	8.16	6.80	10.23	2.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	113.76	82.54	35.69	--
存货周转次数(次)	11.17	10.44	10.39	--
总资产周转次数(次)	0.59	0.53	0.69	--
现金收入比(%)	103.35	117.40	115.55	104.76
营业利润率(%)	25.78	20.06	22.81	22.99
总资本收益率(%)	6.90	3.92	6.97	--
净资产收益率(%)	12.20	2.82	10.44	--
长期债务资本化比率(%)	55.14	52.02	45.86	45.58
全部债务资本化比率(%)	62.27	57.38	58.98	58.31
资产负债率(%)	67.31	63.54	65.73	64.10
流动比率(%)	88.12	89.33	66.24	66.38
速动比率(%)	72.61	72.54	49.26	48.42
经营现金流动负债比(%)	27.78	25.36	23.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.83	3.42	4.97	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.27	5.90	4.41	--

注：公司 2018 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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/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。