

# 信用等级公告

联合〔2020〕2696号

联合资信评估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，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

联合资信评估有限公司  
二〇二〇年七月二十四日



# 河南心连心化学工业集团股份有限公司 2020 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

## 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。2019年,随着引入战略投资者,公司资本实力增强;经营活动现金流继续保持大额净流入态势。同时,联合资信关注到化肥行业产能仍过剩给公司带来一定的经营压力,面临一定的安全和环保风险;原材料和产品价格波动,2019年公司实现营业收入和利润总额同比有所下降;公司债务负担较重,在建工程尚需持续投入,面临一定的外部融资需求等因素对公司信用状况造成的不利影响。

公司经营活动现金流量和EBITDA对存续期内债券保障能力很强。

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。未来随着化肥行业落后产能的逐步淘汰,公司产能有望得到释放,综合竞争力将进一步提升,经营状况有望保持良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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。

## 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:2020年7月24日

## 本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司化工企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司化工企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

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

## 优势

1. 综合竞争力仍较强。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. 资本实力增强。随着公司引进多家战略投资者,公司资本实力进一步增强,截至2020年3月底,公司实收资本和资本公积分别增至18.45亿元和30.42亿元。
3. 经营活动现金持续大额净流入态势。2019年,公司经营活动现金流净额为25.04亿元,持续大规模净流入,为投资和偿债提供支撑。

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	C	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	1
		资本结构	3	
		偿债能力	2	
<b>调整因素和理由</b>				<b>调整子级</b>
公司掌握了全球先进的煤化工技术，技术优势明显				+1

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

关注

1. **化肥行业产能过剩给公司带来一定的经营压力。**中国化肥行业产能过剩压力大，行业内市场竞争激烈，公司面临一定的经营压力。
2. **面临一定的安全和环保风险。**随着环保政策趋严，公司环保风险有所增加；同时公司部分产品在生产、运输、销售过程中存在一定安全风险。
3. **面临一定的原材料和产品价格波动风险，2019 年公司实现营业收入和利润总额同比有所下降。**公司化工产品及其上游原材料价格受行业供需周期性影响波动很大，2018 年主要原材料均出现上涨，2019 年甲醇、三聚氰胺和二甲醚销售价格大幅下降。2019 年公司实现营业收入和利润总额同比分别下降 3.01% 和 35.10%。
4. **债务负担较重，且在建工程仍需持续投入，面临一定的外部融资需求。**截至 2020 年 3 月底，公司全部债务规模为 98.08 亿元，全部债务资本化比率为 64.38%，短期债务占 49.46%；此外公司在建工程尚需投入 29.93 亿元，公司未来面临一定的外部融资需求。

分析师：王 聪 牛文婧

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

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	5.08	6.69	13.25	24.23
资产总额(亿元)	121.33	132.82	160.62	176.74
所有者权益(亿元)	41.58	47.85	56.20	54.26
短期债务(亿元)	24.55	30.64	39.54	48.51
长期债务(亿元)	35.23	30.83	42.51	49.57
全部债务(亿元)	59.78	61.46	82.05	98.08
营业收入(亿元)	80.93	97.14	94.22	24.29
利润总额(亿元)	5.05	8.06	5.23	1.06
EBITDA(亿元)	13.54	17.86	15.94	--
经营性净现金流(亿元)	10.23	16.36	25.04	4.95
营业利润率(%)	22.81	26.53	22.88	21.83
净资产收益率(%)	10.44	14.83	8.12	--
资产负债率(%)	65.73	63.97	65.01	69.30
全部债务资本化比率(%)	58.98	56.23	59.35	64.38
流动比率(%)	66.24	53.93	55.69	60.37
经营现金流动负债比(%)	23.29	31.16	41.75	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.97	5.71	4.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.41	3.44	5.15	--

公司本部(母公司)口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	95.56	104.22	131.67	144.03
所有者权益(亿元)	37.62	40.70	53.97	51.93
全部债务(亿元)	45.07	46.75	59.53	71.06
营业收入(亿元)	68.11	80.81	72.78	19.88
利润总额(亿元)	2.97	4.71	7.43	0.67
资产负债率(%)	60.63	60.95	59.01	63.95
全部债务资本化比率(%)	54.50	53.45	52.45	57.78
流动比率(%)	62.08	70.56	69.56	70.26
经营现金流动负债比(%)	24.99	28.53	35.67	--

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 公司“长期应付款”科目中存在有息债务，本报告将其调整至相关债务指标计算；3. 集团类客户提供公司本部(母公司)财务信息；

## 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	2020/02/26	牛文婧、王聪	<a href="#">联合资信评估有限公司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、本报告引用的资料主要由河南心连心化学工业集团股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

# 河南心连心化学工业集团股份有限公司

## 2020 年跟踪评级报告

### 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（以下简称“联合资信”）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“心连心”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

### 二、主体概况

河南心连心化学工业集团股份有限公司（以下简称“公司”或“河南心连心”）始建于 1969 年，原名为河南新乡化肥总厂，属国有企业，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%

资料来源：公司提供

表 2 2018 年以来公司新增投资者情况（单位：%）

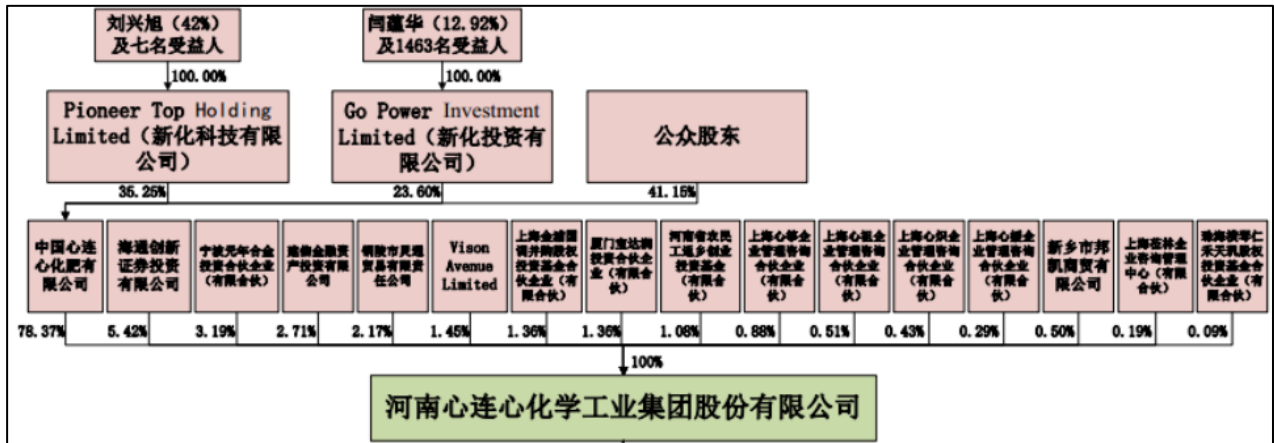
新增投资者	持股比例
新乡市邦凯商贸有限公司	0.4985
上海莅林企业咨询管理中心（有限合伙）	0.1978
宁波元年合金投资合伙企业（有限合伙）	3.1878
河南省农民工返乡创业投资基金（有限合伙）	1.0837
Vision Avenue Limited	1.4468
海通创新新证券投资有限公司	5.4186
建信金融资产投资有限公司	2.7093
厦门宝达润投资合伙企业（有限合伙）	1.3547
珠海横琴仁禾天玑股权投资基金合伙企业（有限合伙）	0.0881
铜陵市灵通贸易有限责任公司	2.1675
上海心祖企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	0.5148
上海心箏企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	0.8832
上海心焱企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	0.4286
上海心媛企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	0.2931
上海金浦国调并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）	1.3547

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为人民币 18.45 亿元，中国心连心为公司控股股东（持股比例为 78.37%），实际控制人为刘兴旭先生。

公司主营业务为化肥产品和化工产品的生产和销售。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内子公司 14 家；公司内设集团办公室、财务管理中心、审计监察部、技术中心、新乡合成氨事业部、安全督查中心和营销大数据中心等 12 个职能部门。

图1 截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2019年底，公司(合并)资产总额160.62亿元，所有者权益合计56.20亿元(含少数股东权益2.38亿元)；2019年，公司实现营业收入94.22亿元，利润总额5.23亿元。

截至2020年3月底，公司(合并)资产总额176.74亿元，所有者权益合计54.26亿元(含少数股东权益2.39亿元)；2020年1—3月，公司实现营业收入24.29亿元，利润总额1.06亿元。

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

截至目前，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3 本次跟踪相关债券情况(单位：亿元、%)

证券名称	发行日期	到期日期	当前余额	票面利率(当期)	回售日
18心连心MTN001	2018-01-24	2023-01-25	2.00	6.98	--

资料来源：Wind

### 四、 宏观经济和政策环境

#### 1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消

费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

**经济增速继续下行。**2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%(见表3)，为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表4 2016—2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP(万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP增速(%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速(%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速(%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速(%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速(%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速(%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI增幅(%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI增幅(%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率(%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速(%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5



公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016—2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

**2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。**2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1% 和 -6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

**2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。**2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0% 和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8% 和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%，

服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6% 和 -5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1% 和 -36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

**居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。**

2019 年，居民消费价格指数(CPI)同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数 (PPI) 同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数 (PPIRM) 同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

**财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。**2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

**就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。**2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业

PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

## 2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下

调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

## 3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，

表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和 社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政 策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更 加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债， 增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真 正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要 更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段， 保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行， 把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。 具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居 民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投 资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新 型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大 战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过 难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低 融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展 能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争 力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措 施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。 同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府 和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财 政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束， 难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风 险之间取得平衡。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 行业概况

**受供给侧改革及环保趋严管理影响，2019年中国尿素继续淘汰落后产能，产能利用率同比提高。但下游主要农作物种植量下降，国内化肥施用量减少，全年化肥价格总体呈下滑态势。未来，国内化肥供给将有所增加，但在需求疲软的大环境下，企业经营形势依然严峻。**

由于中国化肥行业总产能快速扩张，导致氮肥、磷肥产能过剩问题突出，行业整体景气度低迷。随着行业利润率的下降以及国家对环保严管的规范，行业落后产能加快淘汰，产品结构调整，行业发展质量将有所改善。近两年，化肥行业产

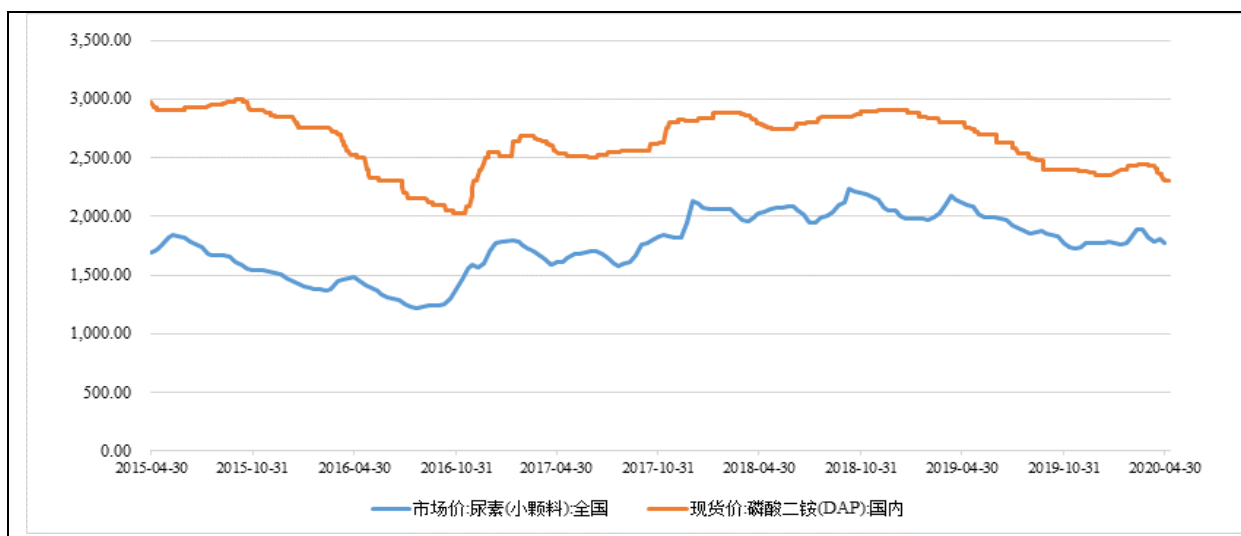
能过剩情况得到改善，行业利润有所好转，产能利用率回升。

需求方面，尽管农业需求占比较大，但是由于近几年国家对于化肥施用量的限制，根据农业部制定的《2020化肥施用零增长方案》，国内化肥施用量逐年下降。从终端农作物种植情况看，据国家统计局数据显示，2019年国内小麦播种面积约22984千公顷，较2018年减少419千公顷，下降约1.8%。玉米种植面积约6.19亿亩，较2018年减少1269万亩，下降约2%。近年来，尿素在工业领域的需求占比逐步提升，但2019年尿素在工业领域的消耗表现较为分化。目前尿素工业需求主要涉及复合肥、三聚氰胺、人造板以及车用尿素等领域。2019年复合肥行业加速整合，实际新增产能仅185万吨，2019年1—11月份国内复合肥产量约3834万吨，较去年同期下降307万吨，降幅7.4%，对尿素消耗量减弱。2019年1—11月份国内三聚氰胺产量约123万吨，较去年同期增长7万吨，年均增长率6%，尿素消耗量约370万吨，对尿素消耗量持稳。2019年因环保监管从严、大气污染防治等因素制约，人造板开工负荷一直受到压制。

自2016年至今，尿素产业不断进行结构调整，大量落后产能陆续被市场淘汰，尿素年度产能逐渐下降。据卓创数据显示，2019年国内尿素产能预估约7400万吨，较2018年产能（7600万吨）下降200万吨，降幅约3%。经过近3年的供给侧改革，尿素产能利用率有所改善，2019年尿素年平均开工负荷约64%，较2018年提高11个百分点。行业整合优化后也提高了企业的市场竞争力。根据国家政策指引，尿素行业传统的固定床工艺产能还将陆续退出市场，产业结构有望继续优化。2020年尿素计划新增产能约992万吨，且新增产能全部为煤头装置，尿素供给端有望趋于宽松。

2019年，尿素市场全年价格呈现前高后低的走势，季节性表现明显；进入4月份后，随着尿素供给的持续回升以及需求的走弱，尿素价格呈下滑态势；尿素价格由4月份2175元/吨下降至年底的1768元/吨。2019年，磷酸二铵价格持续走低，从年初2900元/吨一路下滑至2350元/吨。

图2 近年来中国尿素和磷酸二铵价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

从行业政策看，2019年，国家生态环境部印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》，“磷整治”的开展标志着磷肥行业的环保供给侧改革的开始，随着整治的逐步深入，行业准入条件和污染物防控标准将不断提升，环保优势明显、资金实力雄厚以及资源优势明显的企业将受益于行业的供给侧收缩。

## 2. 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。

根据《2019年河南省国民经济和社会发展统计公报》公布的数据，初步核算，初步核算，2019年，全省生产总值54259.20亿元，比上年增长7.0%。其中，第一产业增加值4635.40亿元，增长2.3%；第二产业增加值23605.79亿元，增长7.5%；第三产业增加值26018.01亿元，增长7.4%。三次产业结构为8.5:43.5:48.0，第三产业增加值占生产总值的比重比上年提高0.7个百分点。人均生产总值56388元，增长6.4%。总体来看，2018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，

2019年，全省粮食种植面积10734.54千公顷，油料种植面积1533.93千公顷，蔬菜种植面积1732.94千公顷。2019年，粮食产量6695.36万吨，油料产量645.45万吨，蔬菜产量7194.83万吨，食用菌产量173.91万吨，瓜果类农作物产量1638.92万吨。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，公司距京广铁路和107国道较近。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

截至2020年3月底，公司注册资本为人民币18.45亿元，中国心连心为公司控股股东，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，逐步形成以新乡、新疆和九江为主的三大生产基地，公司对新产品和高效肥研发和推广力度较大。

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，新乡基地一分厂（30万吨/年的尿素产能）已于2018年9月停产。2018年10月公司改制后，糠醇生产业务不再纳入公司合并范围内。截至2020年3月底公司各产品产能分布见表4：

表5 截至2020年3月底公司产能分布

（单位：万吨/年）

地区	尿素	复合肥	二甲醚	甲醇	三聚氰胺	车用尿素溶液
新乡基地	180	175	40	60	--	60
新疆基地	50	75	--	15	12	--
九江基地	--	30	--	--	--	--
吉林基地	--	10	--	--	--	--
合计	230	290	40	75	12	66

资料来源：公司提供

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. 技术及成本优势

**跟踪期内，公司技术和成本控制方面仍保持明显的竞争优势，增强公司综合竞争力。**

#### 技术优势

公司掌握了全球最先进的煤气化技术，新乡本部第四条尿素生产线、第五条生产线（新疆）以及在建的第六条生产线（江西九江）均采用此先进技术，占比达到了公司总产能的65%。该技术的原料采用粉煤替代无烟块煤，降低了煤炭成本，同时，煤炭转化率提升10%左右，国家和氮肥行业均大力推广这一新型煤气化技术。同时公司拥有全国最大的农化服务中心，并获批建立国家级氮肥工业研究中心，与大学院校、科研院所和农业部门建立研发合作关系，科研力量很强。

#### 成本控制优势

在成本控制方面，2011—2019年，公司连续九年被中国石油和化学工业联合会评为“合成氨能效领跑者标杆企业”，实现了新老工艺“双领跑”。由于尿素是差异化较少的产品，成本优势是

竞争的关键因素。先进的技术及自动化工序是加强提升公司成本竞争力的重要因素之一。根据中国化工信息中心报告，公司是国内少数采用自动化工序生产尿素及遵照中国相关肥料业组织的建议采用18种先进技术的尿素生产企业之一，使公司能在生产过程中高效利用资源（包括煤炭及电力）。以先进的煤气化技术来看，2017年，公司生产尿素的平均煤用量约为783公斤/吨，每吨尿素耗电量312千瓦时。2018年，公司生产尿素的平均煤用量为779公斤/吨，每吨尿素耗电量299千瓦时。公司地处新乡，分别与山西、陕西、河南焦作市等产煤区毗邻（距山西150公里，距焦作100公里），煤资源丰富，公司煤采购半径短，成本低。

## 七、管理分析

**跟踪期内，公司董事发生变动，此次变动符合相关法律规定和公司章程规定，不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生不利影响。**

跟踪期内，公司召开2019年第三次临时股东大会决议，审议通过“公司董事会成员人数由5人增至7人，新选任董事（独立董事）为温倩女士、钟林先生”，其余董事、监事和高级管理人员未发生变化。目前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。

## 八、经营分析

### 1. 经营现状

**2019年，受化工产品产销量及销售均价下降影响，公司营业收入和毛利率均出现一定程度下降；公司新增车用尿素溶液产品的产销业务。**

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，三聚氰胺为公司高附加值产品。

收入方面，2019年主营业务收入为84.23亿元，同比下降8.14%，主要系尿素、甲醇和二甲醚收入下降所致。2019年，公司复合肥、三聚氰胺和其

他业务收入实现不同程度上涨。其中，复合肥收入为28.54亿元，同比增长2.00%；三聚氰胺收入为6.58亿元，同比增长17.29%，主要系新增产能释放产销量增加所致；其他业务收入为4.31亿元，同比增长64.50%，主要系液氨和腐殖酸收入增加以及新增二氧化碳收入所致。2019年，公司尿素、甲醇和二甲醚收入出现不同程度下降。其中，尿素收入为33.16亿元，同比下降6.88%，主要系尿素销量和销售均价均下降所致；甲醇收入为0.74亿元，同比下降79.33%，主要系公司根据市场情况调整产品结构，减少甲醇生产与销售，同时甲醇销售均价也出现下降所致；二甲醚收入为9.19亿元，同比下降19.67%，主要系市场行情波动，销售均价下降所致。2019年，公司新增车用尿素溶液收入，为1.72亿元。由于公司股份改制，糠醇产品于2018年10月从公司剥离，2019年无收入。

毛利率方面，2019年，公司毛利率为25.27%，同比下降2.64个百分点，主要系尿素、甲醇、三聚氰胺和二甲醚毛利率均出现下降所致。2019年，公司除复合肥、其他业务和车用尿素溶液外，其余业务毛利率均出现不同程度下降。其中，尿素

毛利率同比下降3.36个百分点，主要系销售均价略有下降以及成本略有增加所致；公司化工产品甲醇、三聚氰胺和二甲醚毛利率分别同比下降15.06个百分点、15.47个百分点和19.86个百分点，主要系销售均价均出现较大幅度下降所致。2019年，复合肥和其他业务毛利率分别同比上升1.67个百分点和0.16个百分点。2019年，公司车用尿素溶液毛利率为25.72%。

2020年1—3月，公司实现主营业务收入22.51亿元，同比增长5.33%；毛利率为22.21%，同比下降4.08个百分点，主要系疫情及行业景气度低迷对公司产品需求产生不利影响所致。

公司综合毛利率在2018年较高，2019年以来持续下滑，但公司综合毛利率仍处于行业较高水平，一方面由于公司所有的生产线都是自建，在230万吨产能中，另一方面公司近几年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、微量元素肥等，新研发产品不仅增产效果显著，也带动公司整体毛利率处于行业高水平。

表6 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020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	28.39	37.43	29.82	35.61	38.84	38.23	33.16	39.37	34.87	8.34	37.03	30.49
复合肥	23.01	30.34	14.71	27.98	30.52	13.76	28.54	33.89	15.43	7.58	33.69	13.06
甲醇	6.85	9.03	21.84	3.58	3.91	16.12	0.74	0.88	1.06	0.91	4.03	1.22
三聚氰胺	3.83	5.05	56.66	5.61	6.12	55.95	6.58	7.81	40.48	1.62	7.18	38.91
二甲醚	2.69	3.55	33.12	11.44	12.47	26.16	9.19	10.91	6.30	2.24	9.95	13.17
糠醇	4.63	6.10	9.71	4.84	5.28	8.89	--	--	--	--	--	--
车用尿素溶液	--	--	--	--	--	--	1.72	2.04	25.72	0.71	3.15	26.71
其他	6.44	8.49	29.72	2.62	2.86	37.65	4.31	5.11	37.81	1.12	4.96	30.70
<b>合计</b>	<b>75.84</b>	<b>100.00</b>	<b>24.24</b>	<b>91.69</b>	<b>100.00</b>	<b>27.91</b>	<b>84.23</b>	<b>100.00</b>	<b>25.27</b>	<b>22.51</b>	<b>100.00</b>	<b>22.21</b>

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

2019年，受公司产品总产量下降影响，原材料采购量均出现不同程度下滑；公司原材料采购均价有所下降，有助于公司提升其盈利能力；公司煤炭采购供应商集中风险较低。

尿素生产主要原料为煤炭。公司地处新乡，分别与山西、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。公司与河南省内的河南焦煤能源有限公司、山西的多家煤场达成合作协议，新乡本部二三分厂生产原材料主材50%以上从上述地区煤企采购；新乡本部四分厂生产原材料为煤沫，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%；

公司在新疆地区拥有一座年产能为 90 万吨的煤矿，于 2018 年 4 月投产，新疆公司所使用煤炭一部分来自自有煤矿，一部分从周边外购。公司修建了铁路专用线，煤炭主要采用铁路运输，既降低了运输成本，也降低了气候变化对原料价格的影响。

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，尿素原料全部来自其自产尿素，钾和磷原料主要为外购。钾的供应企业主要位于陕西省及青海省，磷的供应企业主要位于河南省、湖北省及云南省。公司已经与供应商建立起密切的关系，为公司稳定可靠的原材料供应提供保障。

原材料采购价格方面，2019 年，公司主材、煤沫、氯化钾和磷酸一铵采购均价上述四种原材料采购均价均发生不同程度下降，分别同比下降

15.84%、3.29%、2.64%和 12.54%。2020 年 1—3 月，上述四种原材料采购均价延续 2019 年下降趋势，分别较 2019 年下降 6.34%、7.21%、7.39%和 6.76%。原材料价格波动对公司成本控制带来一定影响。

原材料采购数量方面，2019 年，公司主材采购量为 88.61 万吨，同比下降 32.74%，主要系尿素产量同比下降以及新乡本部一分厂停产共同影响所致；煤沫采购量为 83.58 万吨，同比下降 9.33%，主要系尿素和甲醇产量下降所致；氯化钾采购量为 19.86 万吨，同比下降 13.65%，主要系贸易量下降所致；磷酸一铵采购量为 33.53 万吨，同比小幅下降，主要系贸易量下降所致。2020 年 1—3 月，公司主材、煤沫、氯化钾和磷酸一铵采购量分别占 2019 年全年的 25.61%、27.37%、23.67%和 14.97%。

表 7 近年来公司主要生产原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
主材	采购量	141.30	131.75	88.61	22.69
	采购均价	1056.89	1243.69	1046.72	980.33
煤沫	采购量	83.01	92.18	83.58	22.88
	采购均价	710.36	732.85	708.76	657.64
氯化钾	采购量	19.60	23.00	19.86	4.70
	采购均价	1924.28	2310.19	2249.26	2082.98
磷酸一铵	采购量	37.15	34.59	33.53	5.02
	采购均价	2150.98	2449.70	2142.45	1997.61

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

公司原材料结算方面，对于大型国企、央企等煤炭供应商，则采用先款后货的方式使用现金支付；对于其他类型的煤炭供应商，公司于每月末结算当月煤炭采购费用，主要采用承兑汇票支付。钾、磷等原材料到货前主要采用现金或承兑

汇票支付。

在煤炭供应商集中度方面，2019 年，公司前五大供应商采购金额占总采购金额比重为 16.24%，供应商集中风险低。

表 8 公司煤炭前五大供应商（单位：万吨、亿元、%）

年份	供应商名称	采购量	采购金额	占比
2017 年	河南焦煤能源有限公司	64.47	6.50	9.90
	阳城县皇城相府（集团）实业有限公司	30.33	5.09	7.75
	神华销售集团华北能源贸易有限公司	53.01	3.02	4.59
	山西华润大宁能源有限公司	21.22	2.02	3.08
	神华新疆能源有限责任公司	29.70	1.22	1.86
	<b>合计</b>	<b>198.73</b>	<b>17.86</b>	<b>27.18</b>
2018 年	河南焦煤能源有限公司	51.74	6.19	6.40
	阳城县皇城相府（集团）实业有限公司	37.03	4.32	4.48
	神华销售集团华北能源贸易有限公司	60.42	3.63	3.76

	山西华润大宁能源有限公司	15.35	1.88	1.95
	榆林市榆阳区白鹭煤矿	30.95	1.49	1.54
	<b>合计</b>	<b>195.48</b>	<b>17.52</b>	<b>18.13</b>
2019年	河南焦煤能源有限公司	33.56	3.42	4.31
	陕煤运销集团榆林销售有限公司	47.11	3.18	4.02
	神华销售集团华北能源贸易有限公司	51.08	2.96	3.74
	阳城县皇城相府(集团)实业有限公司	26.29	2.55	3.22
	山西亚美大宁能源有限公司	7.47	0.75	0.95
	<b>合计</b>	<b>165.51</b>	<b>12.87</b>	<b>16.24</b>
2020年 1-3月	陕煤运销集团榆林销售有限公司	15.31	0.95	5.40
	河南焦煤能源有限公司	8.62	0.81	4.61
	神华销售集团华北能源贸易有限公司	14.15	0.75	4.28
	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	7.23	0.70	3.99
	神华新疆能源有限责任公司	9.81	0.29	1.63
	<b>合计</b>	<b>55.11</b>	<b>3.49</b>	<b>19.92</b>

注：数据略有差异系单位换算和四舍五入所致

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%。2019 年，公司外购电力成本为 6.04 亿元，同比减少 0.02 亿元，变化不大。

### 3. 产品生产

跟踪期内，公司复合肥、甲醇和车用尿素溶液产能均有所增加；2019 年，公司甲醇产量同比大幅下降，三聚氰胺产量同比明显增长，其余产品产量变动不大；公司尿素、三聚氰胺和二甲醚产能利用率较高；复合肥产能利用率虽较低，但处于行业正常水平。

产能方面，2019 年，公司复合肥产能同比增加 30 万吨，主要系公司本部增加 15 万吨，新疆

阿克苏基地增加 15 万吨所致；糠醇由于 2018 年业务剥离产现已无产能，其他产品产能未发生变化。

2020 年 1-3 月，甲醇产能增加 15 万吨，主要系新疆新建产能所致；车用尿素溶液产能增加 46 万吨，主要系河南心连心蓝色环保科技公司（以下简称“蓝色科技”）新增车用尿素溶液产品所致。其他产品产能无变化。

截至 2020 年 3 月底，公司主要产品年产能分别为尿素 230 万吨、复合肥 290 万吨、甲醇 75 万吨、二甲醚 40 万吨、三聚氰胺 12 万吨和车用尿素溶液 66 万吨。

表 9 近年来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	糠醇	车用尿素溶液
2017 年	产量	222.97	109.58	34.08	6.41	7.12	3.16	--
	设计产能	260.00	240.00	70.00	6.00	20.00	5.00	--
	产能利用率	85.76	45.66	48.69	106.83	35.60	63.20	--
2018 年	产量	236.06	133.02	14.84	8.63	31.34	3.55	--
	设计产能	230.00	260.00	60.00	12.00	40.00	5.00	--
	产能利用率	102.63	57.83	24.73	71.92	78.35	71.00	--
2019 年	产量	219.64	134.94	2.81	12.93	32.12	--	12.71
	设计产能	230.00	290.00	60.00	12.00	40.00	--	20.00
	产能利用率	95.50	46.53	4.68	107.75	80.30	--	63.55
2020 年 1-3 月	产量	57.98	28.13	3.14	3.71	8.09	--	4.80
	设计产能	230.00	290.00	75.00	12.00	40.00	--	66.00
	产能利用率	25.21	9.70	4.19	30.92	20.23	--	7.27

注：公司产能按一年 300 天核定，实际产量可能大于产能

资料来源：公司提供



产量方面，2019年，公司尿素产量为219.64万吨，同比下降16.42%，主要系市场因素影响，2019年下半年市场供给比较充足所致；尿素产能利用率虽有所波动，但整体处于很高水平；复合肥产量为134.94万吨，同比增长1.92%，变化不大；复合肥产能利用率在50%左右波动，该产能利用率虽较低，但在行业内处于正常水平，复合肥行业由于产能过剩整体产能利用率较低；公司甲醇产量同比下降81.06%，二甲醚产量同比增长2.49%，主要系公司根据市场情况调整产品结构，生产二甲醚，减少甲醇产量所致；随着公司对甲醇和二甲醚生产结构的调整，甲醇产能利用率快速下降，二甲醚产能利用率有所增长且处于较高水平（2019年为80.30%）；2019年，三聚氰胺产量同比增长49.83%，主要系新增产能释放以及因产品毛利率较高，公司加大三聚氰胺生产力度所致；三聚氰胺产能利用率处于很高水平，2019年为107.75%。公司于2018年玻璃糠醇业务，2019年以来已无产量。2019年，公司车用尿素溶液产量为12.71万吨。

#### 4. 产品销售

**2019年，公司主要产品产销率均处于很高水平，销售情况良好；2019年，受行业供需情况影响，公司化工板块产品售价出现不同程度下降。**

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。公司销售网络覆盖河南、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市。

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，由于公司要求经销商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10 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	糠醇	车用尿素溶液
2017年	产量	222.97	109.58	34.08	6.41	7.12	3.16	--
	销量	201.89	124.09	32.69	6.32	7.04	3.20	--
	产销率	90.55	113.24	95.92	98.60	98.88	101.27	--
	销售均价	1406	1854	2097	6061	3816	14459	--
2018年	产量	236.06	133.02	14.84	8.63	31.34	3.55	--
	销量	199.92	139.64	14.88	8.17	31.38	3.90	--
	产销率	84.69	104.98	100.27	94.67	100.13	109.86	--
	销售均价	1781	2004	2409	6870	3644	12420	--
2019年	产量	219.64	134.94	2.81	12.93	32.12	--	12.71
	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 1-3月	产量	57.98	28.13	3.14	3.71	8.09	--	4.8
	销量	52.22	39.02	6.47	3.49	8.21	--	4.82
	产销率	90.07	138.71	206.05	94.07	101.48	--	100.42
	销售均价	1596	1943	1404	4628	2729	--	1472

注：2019年及2020年一季度甲醇产销率很高，主要系甲醇生产减少，销量包括当期产量以及库存所致

资料来源：公司提供

销量方面，2019年，公司尿素销量同比下降4.53%，主要系公司根据各产品盈利能力主动调整产品结构和销售安排所致；复合肥销量同比下降1.70%，变化不大；随着公司根据市场行情调整甲醇和二甲醚生产结构，甲醇销量同比下降73.12%，二甲醚销量同比增长2.10%；三聚氰胺销量同比增长59.61%，主要系新增产能释放以及毛利率较高，公司加大生产力度所致。2019年，公司车用尿素溶液销量为12.55万吨。2019年，公司主要产品产销率均保持在很高水平。

产品销售价格方面，2019年，公司除复合肥外，其他产品尿素、甲醇、三聚氰胺和二甲醚销售均价均发生不同程度下降，分别同比下降2.47%、23.16%、26.54%和21.32%。其中，2019年，公司甲醇销售均价大幅下降主要系供需基本面偏弱以及港口及厂库存保持相对高位，整体去库存不理想，对市场形成拖累共同影响所致；三聚氰胺销售均价大幅下降主要系受宏观环境不景气影响，下游市场清淡，需求量欠佳，售价下降所致；甲醇销售均价大幅下降主要系市场供需失衡，二甲醚整体价位处于偏低水平所致。

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，银行承兑汇票的付款方式占比较小。

## 5. 经营效率

公司经营效率均处于行业较低水平。

2019年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为48.12次、7.28次和0.64次。与Wind提取的国内同行业公司2019

年相关经营效率指标比较来看（见表11），公司经营效率均处于行业较低水平。

表11 2019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	317.15	9.89	0.80
鲁西化工	194.61	13.23	0.62
湖北宜化	101.04	8.83	0.62
公司	97.53	7.28	0.64

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

## 6. 在建工程

公司两大在建项目均计划在2020年完工，在建项目的投产使用有望进一步增加公司的规模和资源优势。根据公司在建项目的建设和未来投资计划，公司仍面临一定的资本支出压力。同时在行业处于产能过剩的阶段，新建产能未来能否充分释放尚存一定的不确定性。

截至2020年3月底，公司主要投资项目包括江西九江尿素项目和采用清洁升级项目，总投资预算60.00亿元，已完成投资30.07亿元，尚需投资金额为29.93亿元。资金来源除自有资金外，其余依靠银行贷款解决。2020年、2021年和2022年，公司分别计划投资13.36亿元、9.19亿元和7.38亿元。

公司在建项目中有较大规模尿素、甲醇和二甲醚项目，这些产品目前仍处于产能过剩的阶段，未来新建产能能否及时消纳仍存较大不确定性。

表12 截至2020年3月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	建设规模	总投资	已投资	未来投资计划			备注
					2020年	2021年	2022年	
1	江西九江尿素项目	年产50万吨尿素、40万二甲醚	42.00	18.18	10.76	5.68	7.38	该项目预计于2020年四季度完工
2	采用清洁升级项目	20万吨二甲醚、30万吨甲醇以及为现有的30万吨/年甲醇合成装置提供合成气	18.00	11.89	2.60	3.51	--	该项目预计于2020年8月完工
合计			60.00	30.07	13.36	9.19	7.38	--

注：采用清洁升级项目和本文其他地方出现的公司本部退城入园项目系同一个项目

资料来源：公司提供

## 7. 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。

## 九、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供了2019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，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年一季度财务数据未经审计。

从合并报表范围看，截至2020年3月底，公司纳入合并范围子公司合计14家。2019年公司合并报表范围增加了10家子公司，其中，新设立5家子公司，非同一控制下企业合并取

得5家子公司，处置1家子公司。2020年1—3月，公司合并范围无变化。总体看，公司主营业务未发生变化，公司新增加或减少子公司资产规模较小，合并范围变化对财务数据可比性影响不大，财务数据可比性较强。

截至2019年底，公司（合并）资产总额160.62亿元，所有者权益合计56.20亿元（含少数股东权益2.38亿元）；2019年，公司实现营业收入94.22亿元，利润总额5.23亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额176.74亿元，所有者权益合计54.26亿元（含少数股东权益2.39亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入24.29亿元，利润总额1.06亿元。

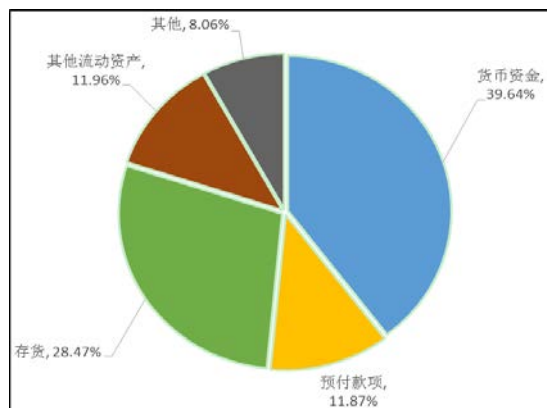
### 2. 资产质量

2019年，公司资产增长较快，资产构成仍以非流动资产为主。受公司融资增加影响，货币资金大幅增长，但受限比例高；存货中的原材料及产成品目前处价格下行周期，存在一定的跌价风险；非流动资产中固定资产和在建工程占比很高，生产工艺比较先进。公司资产受限比例很低。整体看，公司资产质量好。

截至2019年底，公司资产总额为160.62亿元，较上年底增长20.93%，主要系货币资金、在建工程和其他非流动资产增加所致。其中，流动资产占20.79%，非流动资产占79.21%，资产构成仍以非流动资产为主。

#### 流动资产

图3 截至2019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计算并绘制

截至 2019 年底，公司流动资产为 33.39 亿元，较上年底增长 17.92%，主要系货币资金增加所致。公司流动资产构成见图 3。

截至 2019 年底，公司货币资金为 13.24 亿元，较上年底增长 181.04%，主要系收到江西九江尿素项目贷款及二轮融资款所致。公司货币资金主要由银行存款（占 62.20%）和其他货币资金（占 37.80%）构成。货币资金受限金额 5.00 亿元，受限比例为 37.80%，受限比例较高。

截至 2019 年底，公司应收账款为 1.21 亿元，较上年底增长 69.32%，主要系公司通过收购新增河南心连心深冷能源股份有限公司（以下简称“深冷能源”）以及新设立蓝色科技，这两家公司业务开展导致应收账款增加所致；共计提坏账准备 0.13 亿元，计提比例为 9.56%；应收账款信用期通常为 1~3 个月，主要客户可以延长至 6 个月；从账龄上看，1 年以内的占 88.75%，1~2 年的占 4.72%，2~3 年的占 1.83%，3 年以上的占 4.70%。

截至 2019 年底，公司预付款项为 3.96 亿元，较上年底下降 26.18%，主要系本部复合肥主材预付款减少及已经送达的机器设备或已经达到工程进度的工程预付款调整至在建工程所致。从账龄看，1 年以内占 99.16%。

截至 2019 年底，公司其他应收款为 0.55 亿元，较上年底下降 52.67%，主要系 2018 年公司购买深冷能源股权，但尚未完成股权变更，暂挂其他应收款，2019 年公司收购深冷能源，从暂挂投资款转出所致。

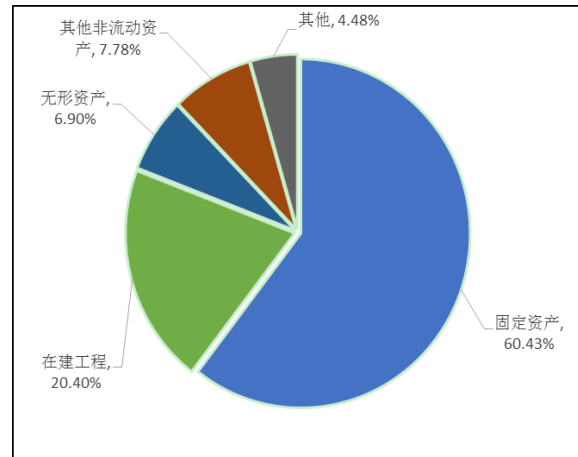
截至 2019 年底，公司存货为 9.51 亿元，较上年底下降 8.06%。公司存货期末余额<sup>1</sup>主要由原材料（占 39.40%）、产成品（占 47.09%）和备品备件（占 13.52%）构成；共计提坏账准备 0.01 亿元，计提比例为 0.15%，考虑到原材料及产成品目前处价格下行周期，存一定的跌价风险，公司存货跌价准备计提比例较低。存货无受限金额。

<sup>1</sup>存货期末余额系计提跌价准备前的余额

## 非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产为 127.23 亿元，较上年底增长 21.74%，主要系在建工程和其他非流动资产增加所致。公司非流动资产构成见图 4。

图 4 截至 2019 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计算并绘制

截至 2019 年底，公司固定资产为 76.88 亿元，较上年底下降 1.72%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 15.27%）、构筑物及辅助设施（占 18.70%）和机器设备（占 64.23%）构成。累计计提折旧 34.35 亿元；共计提减值准备 0.98 亿元，计提比例为 0.88%。固定资产受限金额 7.10 亿元，受限比例为 9.23%，受限比例较低。

截至 2019 年底，公司在建工程为 25.96 亿元，较上年底增长 73.26%，主要系公司本部退城入园项目及江西九江尿素项目大额投入所致。

截至 2019 年底，公司无形资产为 8.78 亿元，较上年底增长 25.19%，主要系新增土地使用权 2.03 亿元所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 85.28%）和采矿权（占 9.81%）构成，其中公司土地使用权主要系贾太湖使用权；累计摊销 0.98 亿元；未计提减值准备。无形资产无受限金额。

截至 2019 年底，公司其他非流动资产为 9.90 亿元，较上年底增长 339.47%，主要系审计调整预付工程设备款由预付款项调至该科目

所致。公司其他非流动资产主要由预付工程设备款（占 88.45%）和融资租赁售后租回递延损失（占 11.55%）构成。

截至 2019 年底，公司资产受限规模 14.84 亿元，占资产总额的 9.24%，资产具体受限情况见表 13。公司资产受限比例很低。

表 13 截至 2019 年底公司资产受限情况  
(单位：亿元、%)

受限资产	受限金额	占资产总额比例
货币资金	5.00	3.12
固定资产	7.10	4.42
使用权资产	2.64	1.64
应收款项融资	0.10	0.06
合计	14.84	9.24

资料来源：公司财务报告

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 176.74 亿元，较上年底增长 10.03%，主要系在建工程和货币资金增加所致，资产结构较上年底变化不大。其中，货币资金较上年底增长 82.89%，主要系引进投资者资金投入、江西九江项目贷款增加以及办理承兑存入保证金增加所致；在建工程较上年底增长 16.99%，主要系本部退城入园项目以及江西九江尿素项目投入较大所致。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

跟踪期内，随着公司引入战略投资者，公司所有者权益快速增长；所有者权益中实收资本和资本公积占比较大，权益稳定性好。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计为 56.20 亿元，较上年底增长 17.45%，主要系公司实施增资方案，向战略投资者募集资金所致，募集资金净额 7.97 亿元，1.99 亿元计入实收资本，其余 5.97 亿元计入资本公积所致；投资者主要包括投资者主要包括建信金融资产投资有限公司、铜陵市灵通贸易有限责任公司、厦门宝达润投资合伙企业（有限合伙）和上海金浦国调并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）等。其中，归属于母公司所有者权益占 95.77%，

少数股东权益占 4.23%。母公司所有者权益主要由实收资本（占 34.29%）、资本公积金（占 56.52%）和未分配利润（占 7.85%）构成。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益 54.26 亿元，较上年底下降 3.44%，所有者权益结构较上年底变化不大。

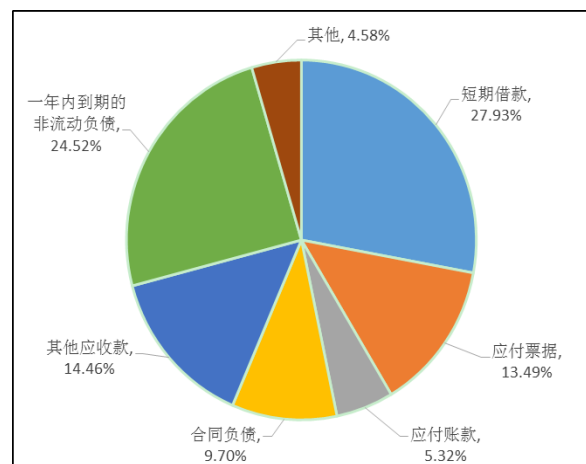
#### 负债

跟踪期内，公司全部债务快速增长，整体债务负担较重；短期债务占比较高，债务结构有待改善。考虑到在建工程尚需一定规模的投资，公司债务负担或将有所增加。

截至 2019 年底，公司负债总额为 104.42 亿元，较上年底增长 22.89%，主要系应付票据、其他应付款、长期借款和长期应付款增加所致。其中，流动负债占 57.43%，非流动负债占 42.57%。

截至 2019 年底，公司流动负债合计为 59.97 亿元，较上年底增长 14.21%，主要系应付票据和其他应付款增加所致。公司流动负债构成见图 5。

图 5 截至 2019 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计算并绘制

截至 2019 年底，公司短期借款为 16.75 亿元，较上年底增长 6.37%。公司短期借款主要由信用借款（占 92.40%）构成。

截至 2019 年底，公司应付票据为 8.09 亿元，较上年底增长 188.84%，主要系 2018 年底糠醇板块从公司剥离，导致承兑收款减少，为

满足采购承兑付款，增加银行承兑汇票所致。

截至 2019 年底，公司应付账款为 3.19 亿元，较上年底下降 64.35%，主要系审计调整，将不按进度付款的工程应付款调至其他应付款所致。

截至 2019 年底，公司其他应付款为 8.67 亿元，较上年底增长 387.44%，主要系审计调整，将不按进度付款的工程应付款调至其他应付款所致。

截至 2019 年底，公司合同负债 5.82 亿元，系预收货款。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 14.70 亿元，较上年底增长 21.61%，主要系长期借款和“17 心化 01”将于一年内到期转入所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债合计为 44.45 亿元，较上年底增长 36.93%，主要系长期借款和长期应付款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 77.02%）、应付债券（占 8.74%）和长期应付款（占 9.30%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款为 34.24 亿元，较上年底增长 52.47%，主要系新增江西九江尿素项目贷款所致。

截至 2019 年底，公司应付债券为 3.89 亿元，较上年底下降 43.90%，主要系“17 心化 01”转入一年内到期的非流动负债，以及公司发行 2.00 亿元的河南心连心化学工业集团股份有限公司 2019 年度第一期债权融资计划，致使应付债券变动幅度较大所致。

截至 2019 年底，公司长期应付款为 4.13 亿元，较上年底增长 93.95%，主要系内新增融资租赁业务，导致融资租赁长期应付款增加所致。

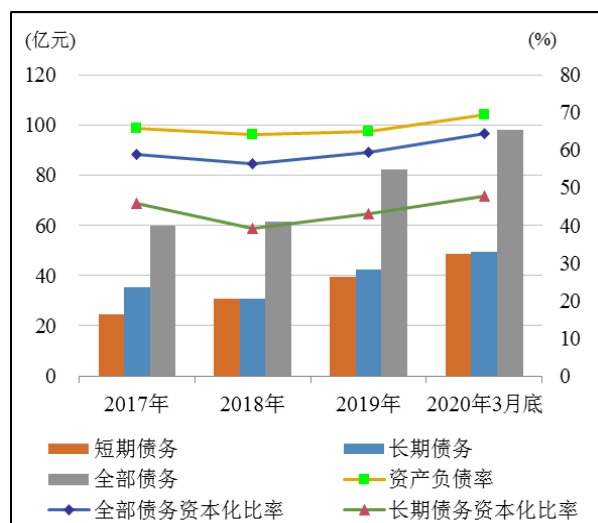
截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 122.48 亿元，较上年底增长 17.29%，主要短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和长期应付款增加所致。其中，短期借款较上年底增长 28.59%，主要系每年 3~5 月公司复合肥旺季，公司经营流动资金需求较大，增加短期贷款所致；一年内到期的非流动负债较上年底增长

26.09%，主要系长期资金转入所致；长期借款较上年底增长 16.98%，主要系本部退城入园项目及江西九江尿素项目项目贷款到账所致；长期应付款较上年底增长 24.81%，主要系新增加远东租赁融资款 2 亿元所致。负债结构较上年底变化不大。

截至 2019 年底，公司全部债务为 82.05 亿元，较上年底增长 33.50%，主要系江西九江尿素项目融资款导致长期借款增加以及融资租赁增导致长期应付款增加所致。其中，短期债务占 48.19%，长期债务占 51.81%，短期债务占比较上年底下降 1.65 个百分点。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 98.08 亿元，较上年底增长 19.53%，主要系公司补充流动资金增加短期借款，江西九江尿素项目贷款增加以及融资租赁导致长期应付款增加所致。其中，短期债务占 49.46%，长期债务占 50.54%，短期债务占比较上年底增长 1.27 个百分点，债务结构变化不大。

债务指标方面，截至 2019 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 65.01%、59.35%和 43.07%，分别较上年底增长 1.04 个百分点、3.12 个百分点和 3.89 个百分点。截至 2020 年 3 月底，上述三指标分别为 69.30%、64.38%和 47.74%，分别较上年底增长 4.29 个百分点、5.03 个百分点和 4.67 个百分点。公司整体债务负担较重。

图 6 公司债务负担走势



资料来源：联合资信根据公司财务报告计算并绘制

#### 4. 盈利能力

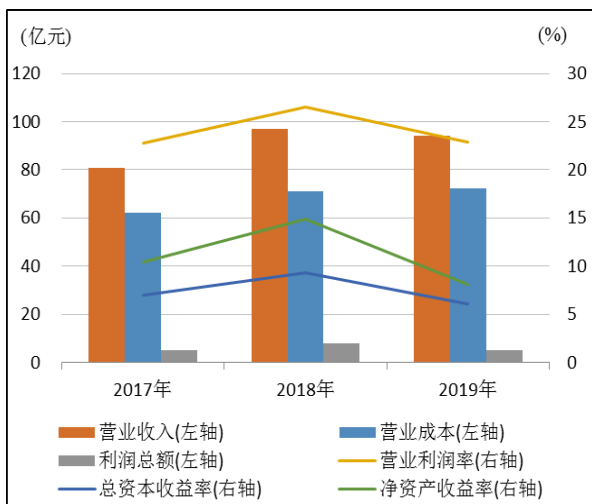
2019年以来，公司盈利水平有所下降，期间费用控制能力一般，但公司整体盈利水平高。

2019年，公司营业收入为94.22亿元，同比下降3.01%；营业成本为72.29亿元，同比增长1.84%；营业利润率为22.88%，同比下降3.65个百分点。公司主业盈利水平高。

2019年，公司期间费用为17.08亿元，同比增长6.48%，主要系管理费用和财务费用增加所致。2019年，公司销售费用为5.05亿元，同比下降0.38%；管理费用为5.32亿元，同比增长18.83%，主要系人员工资及福利增加、公司50周年庆典相关费用、安全环保费用以及公司资产残值率下降至5%导致折旧摊销增加共同影响所致；财务费用为3.47亿元，同比增长7.50%，主要系贷款资金增加所致。2017—2019年，公司期间费用占营业收入比重分别为16.85%、16.51%和18.13%。公司期间费用控制能力一般。

2019年，公司非经常损益0.58亿元，同比基本持平。其中，其他收益为0.28亿元，营业外收入为0.20亿元。同期，公司非经常损益占利润总额比重为11.09%，同比上升3.78个百分点。

图7 近年来公司盈利能力走势



资料来源：联合资信根据公司财务报告计算并绘制

2019年，公司利润总额为5.23亿元，同比下降35.10%，主要系受宏观环境影响，产品整

体价位处于偏低水平，售价下降，毛利率同比明显减少，致使公司利润总额下降所致。

盈利指标方面，2019年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为5.91%和8.12%，分别同比下降3.44个百分点和6.71个百分点。公司盈利水平有所下降。与Wind提取的国内同行业公司2019年相关盈利指标比较来看(见表14)，公司主要盈利指标处于行业中上水平。

表14 2019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	4.07	5.79	12.60
鲁西化工	8.91	15.42	18.67
湖北宜化	3.93	26.25	14.23
公司	5.93	8.29	23.27

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

2020年1—3月，公司实现营业收入24.29亿元，同比增长4.70%；实现利润总额1.06亿元，同比大幅下降49.76%，主要系疫情及行业景气度低迷对公司产品需求产生不利影响所致。

#### 5. 现金流

2019年，公司经营现金流保持良好；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，公司仍有外部融资的需求。

2019年，公司经营现金流入95.94亿元，同比增长8.59%；经营活动现金流出70.90亿元，同比变动不大；经营活动现金流量净额为25.04亿元，同比增长45.94%，主要系销售回款增加所致；2019年，公司现金收入比为99.97%，同比提高了13.01个百分点，公司收入实现质量属较高水平。

2019年，公司投资活动现金流入1.35亿元，金额较小；投资活动现金流出28.71亿元，同比增长40.57%，主要系公司为提升产能、进一步提升规模优势以降低生产成本，加大了新项目建设力度所致；投资活动产生的现金流量净

额为-27.36 亿元，净流出规模较上年增长 60.01%。

2019 年，公司筹资活动现金流入 60.85 亿元，同比增长 42.42%，主要系公司融资规模增加所致；筹资活动现金流出 53.52 亿元，同比增长 27.12%；筹资活动产生的现金流量净额 7.33

亿元；现金及现金等价物净增加额为 5.01 亿元。

2020 年一季度，经营活动现金流量净额为 4.95 亿元，投资活动现金流量净额为-9.81 亿元，筹资活动现金流量净额为 13.16 亿元，现金及现金等价物净增加额为 8.30 亿元。

表 15 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
经营活动现金流入小计	93.83	127.17	95.94	27.49
经营活动现金流出小计	83.60	110.81	70.90	22.54
销售商品、提供劳务收到的现金	93.51	123.70	94.19	27.45
购买商品、接受劳务支付的现金	68.29	86.24	52.32	18.82
收到其他与经营活动有关现金	0.31	3.35	1.72	0.04
支付其他与经营活动有关现金	7.64	15.58	8.96	0.67
<b>经营现金流量净额</b>	<b>10.23</b>	<b>16.36</b>	<b>25.04</b>	<b>4.95</b>
投资活动现金流入小计	0.08	1.52	1.35	0.00
投资活动现金流出小计	13.63	18.81	28.71	9.81
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-13.55</b>	<b>-17.29</b>	<b>-27.36</b>	<b>-9.81</b>
筹资活动现金流入小计	27.24	41.86	60.85	27.29
筹资活动现金流出小计	26.42	40.97	53.52	14.13
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>-3.32</b>	<b>-0.93</b>	<b>-2.32</b>	<b>-4.86</b>
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>0.82</b>	<b>0.89</b>	<b>7.33</b>	<b>13.16</b>
现金收入比	115.55	127.35	99.97	113.00

注：筹资活动前现金流量净额=经营活动现金流量净额+投资活动现金流量净额

资料来源：公司财务报告

## 6. 偿债能力

跟踪内，公司短期偿债能力有所提升，长期偿债能力有所减弱。考虑到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，经营规模逐年扩大，竞争力强，外部融资条件较为宽松，公司整体偿债能力强。

从短期偿债能力指标看，2019 年，公司流动比率、速动比率、经营现金流动负债比和现金类资产/短期债务均同比增长，公司短期偿债能力有所提升。总体看，公司短期偿债能力仍然较弱。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 和 EBITDA 利息倍数同比下降，全部债务/EBITDA 同比增长，长期偿债能力指标有所减弱。总体上看，公司长期偿债能力一般。

表 16 公司偿债能力指标（单位：%、倍、亿元）

项目	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
短期偿债能力指标	流动比率	66.24	53.93	55.69	60.37
	速动比率	49.26	34.24	39.83	50.09
	经营现金流动负债比	23.29	31.16	41.75	--
	现金类资产/短期债务	0.21	0.22	0.34	0.50
长期偿债能力指标	EBITDA	13.54	17.86	15.94	--
	全部债务/EBITDA	4.41	3.44	5.15	--
	EBITDA 利息倍数	4.97	5.71	4.14	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告计算

截至2019年底，公司共获得各银行授信额度共计人民币114.99亿元，其中已使用80.83亿元，剩余可用额度为34.41亿元，公司间接融资渠道有待拓展。



截至 2019 年底，公司不存在对公司经营活动产生实质影响的重大未决诉讼或仲裁事项。

截至 2019 年底，公司无对外担保情况。

#### 7. 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 2020 年 5 月 20 日，公司无未结清和已结清不良信贷信息，公司过往履约记录良好。

#### 8. 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，公司抗风险能力很强。

#### 9. 母公司财务分析

母公司作为公司三大主要生产基地之一，符合一般生产企业特点。母公司资产和权益规模稳定增长，负债水平较高。受本部一分厂关停以及主要产品价格下降影响，母公司盈利水平有所下降。母公司经营活动现金流量净额无法覆盖资本支出，同时考虑到母公司有一定规模的在建工程和债务刚性支出，未来仍存在一定的对外融资需求。

截至 2019 年底，母公司资产总额 131.67 亿元，较上年底增长 26.34%。其中，流动资产占 24.93%，非流动资产占 75.07%。流动资产主要由货币资金（占 21.97%）、其他应收款（占 44.15%）和存货（占 15.53%）构成。母公司非流动资产主要由长期股权投资（占 40.70%）和固定资产（占 35.99%）构成。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 53.97 亿元，较上年底增长 32.59%，主要由实收资本（占 34.19%）和资本公积（56.17%）构成，母公司权益稳定性好。

截至 2019 年底，母公司负债总额 77.70 亿元，较上年底增长 22.33%。其中，流动负债占 60.72%、非流动负债占 39.28%。母公司短期借款为 14.55 亿元，较上年底下降 1.49%；一年内到期的非流动负债为 13.08 亿元，较上年底增长 72.53%。长期借款为 21.92 亿元，较上年底增长 25.56%；应付债券为 3.89 亿元，较上年底下降 43.90%。同期，资产负债率为 59.01%，负债水平较高。

2019 年，母公司营业收入为 72.78 亿元，同比下降 9.95%；营业成本为 58.88 亿元，同比下降 5.43%；利润总额为 7.43 亿元，同比增长 57.82%，主要系投资收益增长所致；营业利润率为 18.83%，同比下降 3.85 个百分点。

2019 年，母公司经营活动现金流量净额为 16.83 亿元；投资活动现金流量净额为-25.77 亿元；筹资活动前现金流量净额为-8.94 亿元；筹资活动现金流量净额为 11.10 亿元。

截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 144.03 亿元，所有者权益 51.93 亿元；2020 年 1—3 月，母公司实现营业收入 19.88 亿元，利润总额 0.67 亿元；经营活动现金流量净额为 5.65 亿元。

#### 十、存续期内债券偿还能力

**公司经营活动现金流量和 EBITDA 对公司存续债券保障能力很强。**

截至目前，经联合资信评定的公司存续期内的债券为“18心连心 MTN001”，余额 2.00 亿元。

2019 年，公司经营活动现金流入、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为“18心连心 MTN001”的 47.97 倍、12.52 倍和 7.97 倍。

考虑所有债券，公司一年内到期的债券为“17心化 01”，2020 年 3 月底公司现金类资产为一年内到期债券的 4.85 倍。

表17 截至2020年7月13日公司存续债券概况（单位：亿元、%）

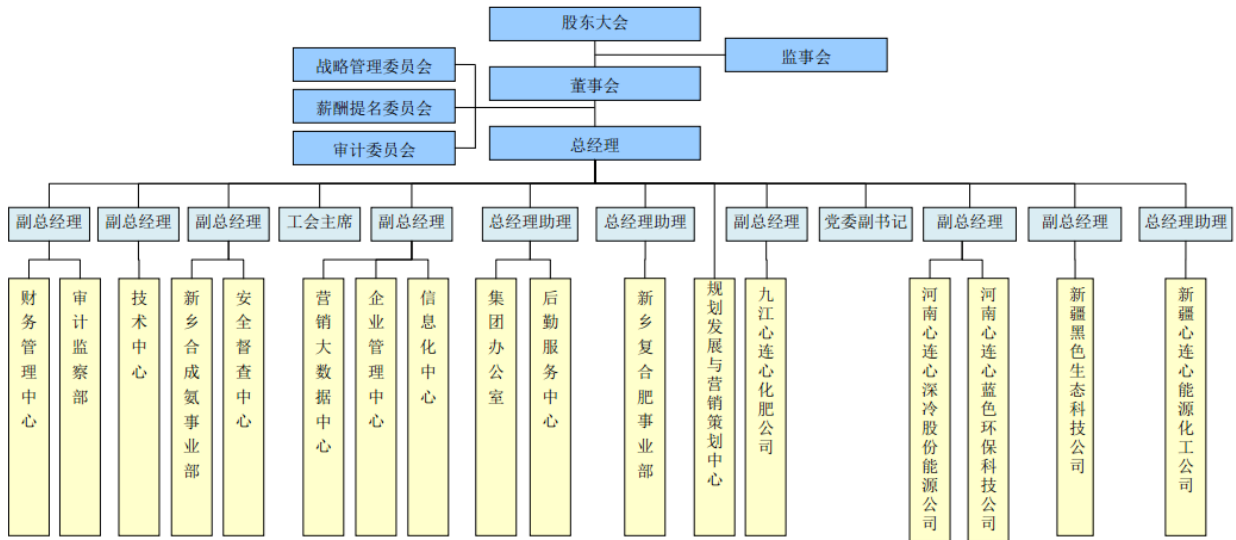
证券名称	发行日期	到期日期	当前余额	票面利率（当期）	回售日
<b>联合资信评级债券</b>					
18 心连心 MTN001	2018-01-24	2023-01-25	2	6.98	--
<b>非联合资信评级债券</b>					
17 心化 01	2017-09-14	2020-09-15	5	7	--
<b>合计</b>	--	--	<b>7.00</b>	--	--

资料来源：Wind

## 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 2020 年 3 月底公司组织结构图



## 附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司子公司基本情况

公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	取得方式
新疆心连心能源化工有限公司	210000.00	100.00	直接投资
河南农心肥业有限公司	3700.00	100.00	直接投资
九江心连心化肥有限公司	100000.00	100.00	直接投资
心连心化肥（吉林）有限公司	500.00	100.00	直接投资
新乡县心连心售电有限公司	9716.54	100.00	直接投资
河南心连心化肥检测有限公司	100.00	100.00	直接投资
河南心连心蓝色环保科技有限公司	5000.00	100.00	直接投资
九江彭诚电力有限公司	3500.00	100.00	直接投资
新疆黑色生态科技股份有限公司	8500.00	57.41	直接投资
新乡县心连心农业开发有限公司	100.00	100.00	直接投资
上海益波水务科技有限公司	20000.00	100.00	直接投资
河南心连心国际贸易有限公司	1000.00	100.00	直接投资
河南心连心深冷能源股份有限公司	10000.00	50.00	直接投资
哈维斯特国际商务有限公司	448.59	100.00	直接投资

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并范围)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	5.08	6.69	13.25	24.23
资产总额(亿元)	121.33	132.82	160.62	176.74
所有者权益合计(亿元)	41.58	47.85	56.20	54.26
短期债务(亿元)	24.55	30.64	39.54	48.51
长期债务(亿元)	35.23	30.83	42.51	49.57
全部债务(亿元)	59.78	61.46	82.05	98.08
营业收入(亿元)	80.93	97.14	94.22	24.29
利润总额(亿元)	5.05	8.06	5.23	1.06
EBITDA(亿元)	13.54	17.86	15.94	--
经营性净现金流(亿元)	10.23	16.36	25.04	4.95
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	35.69	30.01	48.12	--
存货周转次数(次)	10.39	7.98	7.28	--
总资产周转次数(次)	0.69	0.76	0.64	--
现金收入比(%)	115.55	127.35	99.97	113.00
营业利润率(%)	22.81	26.53	22.88	21.83
总资本收益率(%)	6.97	9.35	5.91	--
净资产收益率(%)	10.44	14.83	8.12	--
长期债务资本化比率(%)	45.86	39.18	43.07	47.74
全部债务资本化比率(%)	58.98	56.23	59.35	64.38
资产负债率(%)	65.73	63.97	65.01	69.30
流动比率(%)	66.24	53.93	55.69	60.37
速动比率(%)	49.26	34.24	39.83	50.09
经营现金流动负债比(%)	23.29	31.16	41.75	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.97	5.71	4.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.41	3.44	5.15	--

注：1.2020 年一季度财务报表未经审计；2.已将长期应付款中的有息债务调整计入长期债务及相关指标测算

## 附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	3.62	4.00	7.22	16.25
资产总额(亿元)	95.56	104.22	131.67	144.03
所有者权益合计(亿元)	37.62	40.70	53.97	51.93
短期债务(亿元)	22.60	22.36	33.72	41.27
长期债务(亿元)	22.48	24.39	25.81	29.80
全部债务(亿元)	45.07	46.75	59.53	71.06
营业收入(亿元)	48.52	63.57	72.78	19.88
利润总额(亿元)	68.11	80.81	7.43	0.67
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	8.83	10.59	16.83	5.65
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	72.62	45.13	58.79	--
存货周转次数(次)	13.43	10.89	10.17	--
总资产周转次数(次)	0.74	0.81	0.62	--
现金收入比(%)	117.78	114.01	106.45	113.96
营业利润率(%)	19.28	22.68	18.83	16.75
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	6.79	10.33	12.90	--
长期债务资本化比率(%)	37.40	37.47	32.35	36.46
全部债务资本化比率(%)	54.50	53.45	52.45	57.78
资产负债率(%)	60.63	60.95	59.01	63.95
流动比率(%)	62.08	70.56	69.56	70.26
速动比率(%)	48.08	53.10	58.76	63.97
经营现金流动负债比(%)	24.99	28.53	35.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：1. 2020 年一季度财务报表未经审计；2. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

### 附件 3 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%
<b>盈利指标</b>	
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-税金及附加)/营业收入×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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

## 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 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 4-3 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