

跟踪评级公告

联合〔2019〕1625号

河南心连心化学工业集团股份有限公司：

联合信用评级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长期信用状况和公开发行的“17心化01”进行跟踪评级，确定：

**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，
评级展望为“稳定”**

**河南心连心化学工业集团股份有限公司公开发行的“17心化01”
信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：李恩

二〇一九年九月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

河南心连心化学工业集团股份有限公司

公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

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

债项信用等级

债券简称	债券规模	发行期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
17 心化 01	5 亿元	3 年	AA	AA	2018/6/12

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额 (亿元)	111.81	121.33	132.82	143.15
所有者权益 (亿元)	40.76	41.58	47.85	49.71
长期债务 (亿元)	44.20	35.23	30.83	35.93
全部债务 (亿元)	54.88	59.78	61.46	80.47
营业收入 (亿元)	59.30	80.93	97.14	23.20
净利润 (亿元)	1.15	4.34	7.10	1.77
EBITDA (亿元)	9.30	13.54	17.86	--
经营性净现金流 (亿元)	6.80	10.23	16.36	9.80
营业利润率 (%)	20.06	22.81	26.53	25.01
净资产收益率 (%)	2.99	10.55	15.87	--
资产负债率 (%)	63.54	65.73	63.97	65.27
全部债务资本化比率 (%)	57.38	58.98	56.23	61.81
流动比率 (倍)	0.89	0.66	0.54	0.64
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.17	0.23	0.29	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.42	4.97	5.71	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.86	2.71	3.57	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、2019 年 1 季度财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对河南心连心化学工业集团股份有限公司（以下简称“公司”或“心连心化工”）的跟踪评级，反映了跟踪期内，公司作为国内单体规模最大的煤基尿素生产企业，在行业地位、市场认可程度、产能、技术水平及经营稳定性等方面继续保持优势；2018 年，公司产品价格保持较高水平，同时产品产销量实现增长，带动收入和利润规模显著增长，经营活动现金流继续保持净流入态势，且净流入规模大幅增加。2018 年公司引入战略投资者，带动公司资本实力进一步增强。同时，联合评级关注到跟踪期内尿素、复合肥行业仍处于产能严重过剩状态，在建工程投资压力较大，公司短期债务快速增长等因素对其信用水平产生的不利影响。

随着我国化肥行业落后产能的逐渐淘汰，公司综合竞争力将得以进一步体现。公司经营情况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“17 心化 01”债项信用等级为“AA”。

优势

1. 跟踪期内，公司在行业经验，生产规模，技术水平等方面仍保持较强的竞争力，行业地位高。

2. 2018 年，公司产销量实现增长，尿素销售价格提升，带动公司营业收入和营业利润大幅增长，同时收入实现质量保持较好，经营活动现金流状况较佳。

3. 2018 年，公司引进包括海通创新证券投资有限公司在内的多家战略投资者，使得公司资本实力进一步增强。

关注

1. 我国化肥行业产能过剩压力大，行业内市场竞争激烈，致使公司面临一定的经营压力，同时落后产能面临被淘汰的风险。

2. 公司生产过程中会产生一定量的废水、废气和废渣等废弃物，随着环保政策趋严，公司环保风险加大；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. 公司在建项目规模较大，未来存在一定资金支出压力；未来新建产能的释放情况仍存不确定性。

4. 进入 2019 年后，公司债务规模明显增长，公司债务负担重。同时债务结构中短期债务占比较大，债务结构有待调整。

分析师

樊 思

电话：010-85172818

邮箱：fans@unitedratings.com.cn

卢 瑞

电话：010-85172818

邮箱：lur@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedrating.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



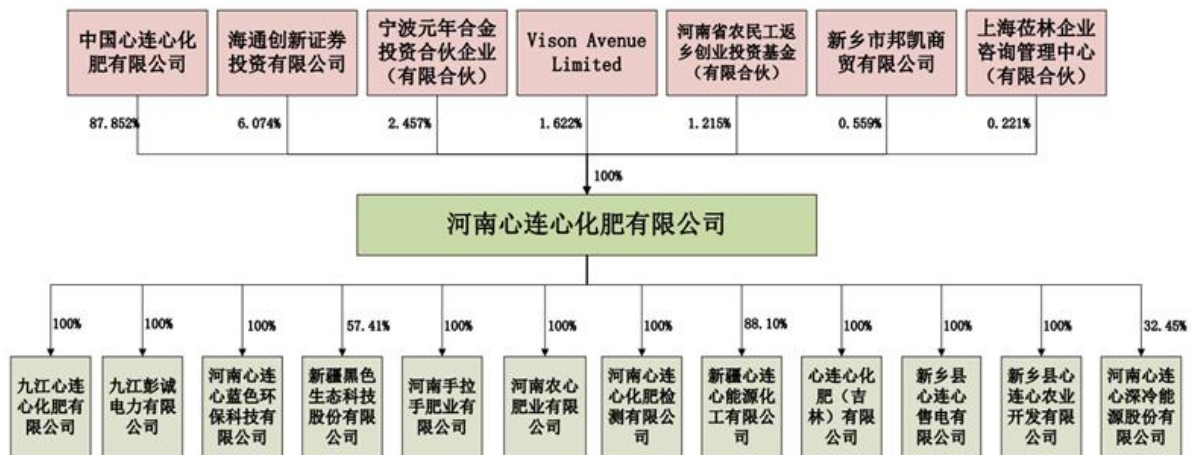
联合信用评级有限公司

一、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“心连心化工”）原由河南心连心化工有限公司出资组建，原注册资本为人民币 10,757 万元。2006 年 7 月，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心连心化工 100% 的股权以 1,350 万美元的价格转让给新加坡 CHINA XLX FERTILIZER LTD.（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，公司变更注册资本为人民币 40,000 万元，为中国心连心辖下全资子公司。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 164,635.50 万元。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。

截至 2019 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为人民币 164,635.50 万元，控股股东为中国心连心，实际控制人为刘兴旭。截至 2019 年 3 月末，公司股权结构如下：

图 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构



资料来源：公司提供，联合评级整理

跟踪期内，公司经营范围变更为：尿素、复混（合）肥料、有机肥料（包含有机-无机复混肥料、生物有机肥）、微生物肥料（包含农用微生物菌剂、复合微生物肥）、掺混肥料、缓释肥料、控释肥料、稳定性肥料、脲铵氮肥、水溶肥料、海藻类肥料、滴灌肥、冲施肥、液体肥、叶面肥、肥料助剂、农林保水剂、土壤调理剂、生物刺激素的生产和销售（以上产品均不含危险化学品）；磷酸一铵、磷酸二铵、磷酸二氢钾、氯化钾、硫酸钾、氯化铵、硫酸铵、硝酸铵钙、过磷酸钙、钙镁磷肥（以上产品均不含危险化学品）的二次加工、委托加工、贸易和销售；车用尿素及腐植酸系列产品的研发、生产、销售、贸易；能源服务项目（仅为河南心连心化学工业集团股份有限公司所属企业提供用电服务）、三聚氰胺（以上产品均不含危险化学品）的销售；进口肥料的代理与销售、进出口业务（不含分销）（以上产品均不含危险化学品）；装卸搬运服务、普通货物仓储服务、普通货物包装服务（不含危险化学品）。以下仅限分支机构经营：液态无水氨、氨水、甲醇、硫磺的生

产和销售。

跟踪期内，公司组织结构有所变更（附件 1），新增了战略管理委员会、薪酬提名委员会和审计委员会；2018 年公司合并报表范围增加了 3 家子公司、减少了 1 家子公司；2019 年 1 季度合并范围增加了 1 家子公司。截至 2019 年 3 月底，纳入合并范围内有 11 家子公司；公司拥有在职职工 6,121 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 132.82 亿元，负债合计 84.97 亿元，所有者权益（含少数股东权益）47.85 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 44.48 亿元。2018 年，公司实现营业收入 97.14 亿元，净利润（含少数股东损益）7.10 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 6.73 亿元；公司经营活动现金流量净额 16.36 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.04 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 143.15 亿元，负债合计 93.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）49.71 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 46.22 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 23.20 亿元，净利润（含少数股东损益）1.77 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.69 亿元；公司经营活动现金流量净额 9.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.57 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。

二、本期债券概况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2016〕3017 号文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过 14 亿元的公司债券（以下简称“本次债券”），本次债券采取分期发行。公司于 2017 年 9 月完成了第一期（以下简称“本期债券”）发行，债券规模为 5 亿元，债券期限 3 年，发行利率为 7%。本期债券于 2017 年 10 月 11 日在深交所集中竞价系统和综合协议交易平台双边挂牌交易，本期债券简称“17 心化 01”，证券代码为“112583.SZ”。“17 心化 01”于 2017 年 9 月 15 日正式起息，付息日为存续期内每年的 9 月 15 日。

2018 年 9 月 17 日，公司按期支付了 2017 年 9 月 15 日至 2018 年 9 月 14 日期间的利息。

“17 心化 01”的募集资金净额为 4.975 亿元，公司共使用募集资金 4.975 亿元，其中偿还借款 0.9 亿元，补充流动资金 4.075 亿元（其中包括专户存储募集资金取得的利息净收入 0.001 亿元），债券募集资金已按募集说明书约定用途使用完毕。

本期债券无担保。

三、行业分析

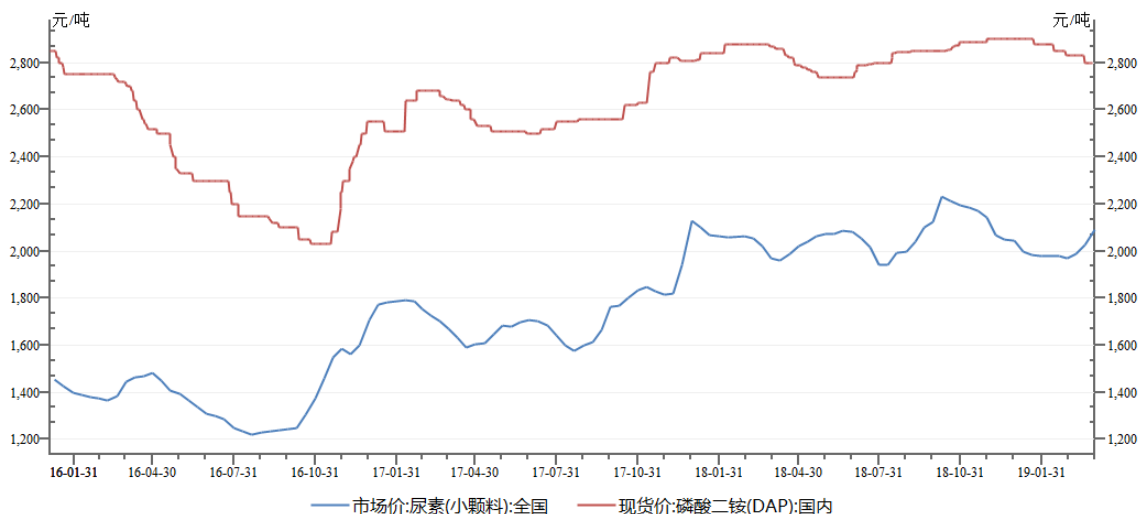
公司主要营业收入来化肥产品，属于化肥行业。

1. 行业概况

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。2018 年，化肥行业在经历了多年的深度低迷后，由于原油及煤炭价格持续上涨的助推、国家对环保严管的规范，部分化肥企业在转型与创新后有所复苏。行业落后产能加快淘汰，产品结构调整，行业发展质量改善。

氮肥是我国传统的大宗肥种，2018 年，随着部分产能关停退出，国内氮肥产能过剩压力缓解，氮肥价格维持在高位。以尿素为例，全国尿素（小颗粒）市场价维持在 1,900~2,200 元/吨区间，较上年运行区间提升 300 元/吨。磷酸二铵维持在 2,800 元/吨上下，较上年略高且走势趋稳。

图2 2016年~2019年一季度中国尿素和磷酸二铵价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

2. 行业供需情况

我国化肥行业结构性矛盾依然突出，化肥大宗产品如尿素、磷酸二铵等消费增长乏力。据国家统计局 2018 年 12 月公布数据显示，全国粮食播种面积 117,037 千公顷，较 2017 年减少 952 千公顷，下降 0.8%。其中谷物播种面积 99,685 千公顷，较 2017 年减少 1,079 千公顷，下降 1.1%。

在消费增长乏力的情况下，国内化肥产能结构进一步优化。据中国氮肥工业协会统计，2018 年，全国合成氨产能 6,689 万吨/年，同比减少 454 万吨/年。其中采用先进煤气化技术的产能占总产能的 37.2%，提高 3.5 个百分点；采用传统煤气化工艺的合成氨产能占总产能的 38.1%，同比降低 4.4 个百分点。从产量来看，2018 年我国合成氨及氮肥产量继续下降。全国累计生产合成氨 5,601 万吨，同比降低 0.5%；氮肥产量 3,794 万吨（折纯，下同），同比减少 1.6%；尿素产量 5,207 万吨（实物量，下同），同比降低 2.4%；高效尿素产量 217 万吨，同比增长 6.9%，其中含腐植酸尿素 68 万吨，同比增长 15.3%。作为化肥生产大国，出口一直以来是我国消化国内化肥过剩产能的重要方式，其中，氮肥是我国主要的化肥出口品种，据海关统计，2018 年我国出口氮肥 470.6 万吨，同比减少 15.1%，其中出口尿素 244.7 万吨，同比降低 46.3%，出口形势较为严峻。

3. 行业政策

由于化肥行业关系到农业的发展，多年来国家对化肥行业的政策指导较多。2018 年，政府出台的政策如下：

2018 年 1 月，我国第一部单行绿色税法《中华人民共和国环境保护税法》（以下简称《环保税法》）开始实施。环保税法规定，应税大气污染物的税额幅度为每污染当量 1.2 元至 12 元，水污染物的税额幅度为每污染当量 1.4 元至 14 元，具体适用税额的确定和调整由当地政府决定。环保税的征收使化肥企业的税负负担有所加重。

2018 年 1 月 1 日起，氮磷钾三元复合肥的出口关税从 20% 从价计征调整为 100 元/吨从量计征，磷矿石出口关税从 15% 下调到 10%。此外，其他与肥料直接相关的关税基本不变。氮、磷肥继续实行零关税出口，而直接出口的钾肥继续被限制，但复合肥的出口进一步放松。

2018 年 4 月，农业农村部下发《2018 年全国农资打假专项治理行动实施方案》的通知，2018 年开展农资打假专项治理行动，依法严厉打击农资制假售假行为，为农业生产安全和农产品质量安全提供保障。重点整治农药隐性成分、兽药非法添加、肥料有效成分不足和氯离子超标等问题，并

建立农资违法失信黑名单制度，公布农资违法失信企业名单。

2018年5月，农药、化肥等货物的增值税税率从11%下调为10%，陆路、水路等运输服务的增值税税率也下调至10%。此外，工业企业和商业企业小规模纳税人的年销售额标准由过去的50万元和80万元上调至500万元。税率的下调在政策方面为肥料企业减轻了税负，降低了运营成本。

2018年8月，《土壤污染防治法》获得通过。土壤污染防治法共七章、九十九条，将于2019年1月1日起施行。这是我国首次制定专门的法律来规范防治土壤污染，对土壤污染防治产业来说是一大利好，也推动了土壤健康、土壤修复类肥料产品迅速发展。

2018年11月，农业农村部在广西南宁召开全国果菜茶绿色发展暨化肥农药减量增效经验交流会，总结果菜茶绿色发展经验，研究部署持续推进果菜茶绿色发展和化肥农药减量增效的重点工作。会议要求，坚持绿色发展理念，构建现代果菜茶产业体系、生产体系和经营体系，加快走出一条产出高效、产品安全、资源节约、环境友好的现代果菜茶产业发展之路。在稳定果菜茶面积、提高产品质量效益、提高产业竞争力、提高产业绿色发展能力的同时，力争到2020年化肥农药使用量实现负增长。

总体看，政府部门为加快现代农业绿色发展，防范化肥施用对环境造成的污染，积极鼓励引导以有机肥和新型肥料替代传统化肥；另一方面，通过税收优化，减轻化肥企业负担，同时降低关税壁垒鼓励化肥出口。

4. 行业关注

化肥行业持续淘汰落后产能

随着供给侧改革的不断深入，化肥行业落后产能将逐步退出，同时，改革也将由单纯的去产能向产能优化方向发展，未来，化肥企业间的竞争更多的是在成本控制和产品质量方面。

总体市场需求增长乏力

由于粮价低，农民种植热情显著降低，购肥积极性将受影响，农业部提出的有机肥替代化肥行动方案，以及化肥使用量零增长等政策都将抑制化肥需求。

化肥生产企业环保压力增加

环保约束力的进一步加强，一方面对化肥生产企业的产量造成不利影响，行业将维持较低开工率，另一方面，化肥施用环节更严格的能耗标准和环保标准对行业提出了更高要求，企业面临的压力会加大，环保投入的成本也会相应增加。

5. 未来发展

受原材料价格上涨以及国内环保限产的影响，2018年，国内化肥产品价格上涨，但未来市场需求难有大的扩张，化肥产品持续上涨的基础较弱。同时国内环保压力的增加将限制部分产能，行业将更加关注落后产能淘汰，这将成为缓解供需矛盾的关键。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、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。

五、经营分析

1. 经营概况

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

司主导产品；化工产品主要为甲醇和二甲醚，二甲醚为甲醇的下游产品；三聚氰胺作为公司高附加值产品。2018年，公司实现营业收入97.14亿元，同比增长20.03%，主要系公司主要产品产销量均实现增长，同时尿素销售价格回升所致。公司主营业务收入91.69亿元，占营业收入的比重为94.39%，公司主营业务突出。2018年，公司营业利润为8.06亿元，净利润7.10亿元，分别同比增长68.33%和63.48%，公司盈利规模大幅增加。

从收入构成来看，2018年，尿素、复合肥和化工产品（甲醇和二甲醚）仍是公司主要收入来源，尿素收入同比增长25.43%至35.61亿元，主要系尿素行业回暖，产品销售价格回升所致；占比较上年基本保持稳定。2018年，复合肥收入同比增长21.60%至27.98亿元，主要系复合肥产能扩大使得产销量均实现增长所致，收入占比较上年基本保持稳定。2017年9月，公司新建成的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，2018年二甲醚产能释放且产能再次扩大，产销量实现增长带动其营业收入同比增长325.28%至11.44亿元，占比较上年提高了8.92个百分点至12.47%。2018年，甲醇收入同比下降47.74%至3.58亿元，主要系公司根据市场情况调整产品结构，生产二甲醚，甲醇产销量减少所致，占比较上年下降了5.12个百分点至3.91%。其他产品（三聚氰胺、糠醇和其他）作为公司高附加值产品，2018年三聚氰胺产能扩大，产销量同比增长带动其营业收入同比增长46.48%至5.61亿元，占比较上年基本保持稳定。2018年，公司糠醇营业收入为4.84亿元，占比较上年基本保持稳定，由于公司股份改制，糠醇产品于2018年10月从公司中剥离。

毛利率方面，2018年，尿素毛利率同比提高了8.41个百分点至38.23%，主要系生产成本较高的新乡基地一分厂停产，同时销售价格同比回升所致。2018年，其他产品毛利率均有不同程度的下降，其中甲醇和二甲醚降幅较大，甲醇毛利率下降了5.72个百分点至16.12%，主要系原材料价格上涨导致生产成本增加所致；二甲醚毛利率下降了6.96个百分点至26.16%，主要系销售价格下降所致。2018年公司主营业务综合毛利率为27.91%，同比提高了3.67个百分点。

表1 2016~2018年公司主营业务收入及其构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

分类	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
尿素	29.48	51.56	23.89	28.39	37.43	29.82	35.61	38.84	38.23
复合肥	16.63	29.08	17.04	23.01	30.34	14.71	27.98	30.52	13.76
甲醇	5.33	9.32	16.06	6.85	9.03	21.84	3.58	3.91	16.12
三聚氰胺	0.73	1.28	53.88	3.83	5.05	56.66	5.61	6.12	55.95
二甲醚	--	--	--	2.69	3.55	33.12	11.44	12.47	26.16
糠醇	2.60	4.55	7.56	4.63	6.10	9.71	4.84	5.28	8.89
其他	2.41	4.21	32.56	6.44	8.49	29.72	2.62	2.86	37.65
合计	57.18	100.00	20.67	75.84	100.00	24.24	91.69	100.00	27.91

注：其他收入主要来源于液态氨及氨溶液等其他副产品的销售。

资料来源：公司提供

2019年1~3月，公司实现营业收入23.20亿元，较去年同期变动幅度不大；实现净利润1.77亿元，同比增长18.69%，主要系尿素产品毛利率同比提高所致。

总体看，2018年，公司对产品结构进行了一定程度的调整，全年主要产品营业收入均实现增长，尿素产品毛利率的提升，带动公司综合毛利率有所增长，公司盈利水平继续保持行业较高水平。

2. 原材料采购及能源使用

(1) 原材料采购

公司生产所需原料主要为煤炭。公司地处河南省新乡市，毗邻山西、陕西、河南焦作市等产煤区，煤炭资源丰富，公司煤炭采购半径短，成本低。公司一二三分厂生产原材料主材多从上述煤企采购，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。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，新疆公司所使用煤沫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。

公司采购价格易受市场价格影响，且市场价格较为透明，2018 年公司主要生产原材料价格均有不同程度的上涨，主材、煤沫、氯化钾和磷酸一铵采购价同比分别上涨了 17.67%、3.17%、18.85% 和 12.74%，公司原材料价格上涨，加大了公司的成本控制压力。采购数量方面，2018 年，受公司复合肥产量扩大影响，其原材料氯化钾和磷酸一铵的采购量大幅增长，分别同比增长了 70.51% 和 6.95% 至 33.42 万吨和 39.73 万吨，其中氯化钾增幅大，主要系公司复合肥中的高效肥占比提高，钾元素使用量增加所致；主材采购量同比下降了 6.76%，主要系公司一分厂（采用固定床联醇工艺）停产后，块煤使用量减少所致；同时公司加大四分厂及新疆基地（采用洁净煤气化技术的新工艺生产线）的生产量，煤沫采购量同比增加了 11.05% 至 92.18 万吨。

表 2 2016~2018 年公司主要生产原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2016 年	2017 年	2018 年
主材	采购量	134.72	141.30	131.75
	采购均价	717.84	1,056.89	1,243.69
煤沫	采购量	86.87	83.01	92.18
	采购均价	523.96	710.36	732.85
氯化钾	采购量	10.43	19.60	33.42
	采购均价	1,908.75	1,924.28	2,287.03
磷酸一铵	采购量	22.22	37.15	39.73
	采购均价	1,846.06	2,150.98	2,425.01

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司原材料结算方式未发生变化，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、磷等原材料主要采用现金或承兑汇票支付。在煤炭供应商集中度方面，2018 年前五大供应商采购金额占总采购金额比重为 22.70%，供应商集中风险低。

表 3 2016~2018 年公司煤炭前五大供应商情况（单位：万吨、亿元、%）

年份	供应商名称	采购量	购买金额	占总采购金额比重
2016 年	河南焦煤能源有限公司	62.61	4.67	9.70
	阳城县皇城相府（集团）实业有限公司	36.60	2.13	4.42
	山西华润大宁能源有限公司	23.77	1.60	3.33

	北京神华首路销售有限公司	30.54	1.30	2.71
	神华销售集团华北能源贸易有限公司	22.17	1.01	2.11
	合计	175.70	10.72	22.27
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	3.17	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
	合计	198.73	17.86	27.18
2018年	河南焦煤能源有限公司	51.74	6.19	6.40
	青海盐湖工业股份有限公司	24.04	5.09	6.11
	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
	合计	188.58	21.11	22.70

资料来源：公司提供

(2) 电力使用情况

电力成本是公司化工和化肥生产过程中的主要成本构成之一，占公司生产成本的比重约 15%。2017~2018 年，公司外购电力支付的成本分别为 64,991.05 万元和 65,346.98 万元，购电成本规模基本保持稳定。

总体看，2018 年，受公司复合肥产量扩大影响，其原材料氯化钾和磷酸一铵的采购量大幅增长。公司主材和煤沫采购量结构有所调整。公司原材料采购价格受市场影响同比大幅增长，加大了公司的成本控制压力。

3. 生产情况

公司有三大生产基地，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。由于退城入园的环保要求，新乡基地一分厂（30 万吨/年的尿素产能）已于 2018 年 9 月停产。目前，公司尿素产能合计为 230 万吨/年，其中本部二分厂、三分厂、四分厂尿素产能分别为 40 万吨/年、60 万吨/年、80 万吨/年，新疆厂区产能为 50 万吨/年。公司复合肥产能合计为 230 万吨/年，其中本部复合肥产能为 160 万吨/年，新疆厂区产能为 30 万吨/年，九江厂区产能为 30 万吨/年，吉林厂区产能为 10 万吨/年。公司本部有二套产能为 30 万吨/年的甲醇装置，同时尿素生产过程中可调节产品结构，使用合成气生产甲醇。二甲醚产能为 40 万吨/年，三聚氰胺产能为 12 万吨/年。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。

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、微量元素肥等，有效提高了公司化肥产品的竞争力。

2018 年，公司尿素产能同比下降了 11.54%至 230 万吨/年，主要系本部一分厂产能停产所致，产量提高了 5.87%至 236.06 万吨，产能利用率同比提高了 16.87 个百分点至 102.63%，主要系尿素行业正处于淘汰落后产能阶段，公司尿素产品市场竞争力强，公司增加产量所致。2018 年，复合肥产能基本保持稳定，产量增长 21.40%至 133.03 万吨，主要系 2017 年新增产能释放所致，产能利用率同比提高了 12.17 个百分点至 57.83%。2018 年甲醇产能同比下降 14.29%至 60 万吨/年。公司根据市场情况调整产品结构，生产二甲醚，甲醇产量同比下降了 56.46%至 14.84 万吨，产能利用率为 24.73%。2017 年 8 月二甲醚装置（一期）投产后保持满负荷生产状态，二期 20 万吨的产能于 2018 年 8 月投

产，二甲醚产能扩大至 40 万吨/年。二甲醚产能扩大带动其产量同比增长 340.17%至 31.34 万吨，产能利用率为 78.35%。由于三聚氰胺二期于 2018 年 6 投产，其产能扩大至 12 万吨/年，产量同比增长 34.68%至 8.63 万吨，产能利用率为 71.92%。公司糠醇产能为 5.00 万吨/年，较上年未发生变化，产量为 3.55 万吨，同比增长 12.34%，产能利用率同比提高了 7.80 个百分点至 71.00%。

表 4 2016~2018 年公司尿素生产情况（单位：万吨/年、万吨、%）

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
尿素	设计产能	260.00	260.00	230.00
	实际产量	287.91	222.97	236.06
	产能利用率	110.73	85.76	102.63
复合肥	设计产能	185.00	240.00	230.00
	实际产量	97.58	109.58	133.03
	产能利用率	52.75	45.66	57.83
甲醇	设计产能	40.00	70.00	60.00
	实际产量	34.17	34.08	14.84
	产能利用率	85.43	48.69	24.73
二甲醚	设计产能	--	20.00	40.00
	实际产量	--	7.12	31.34
	产能利用率	--	35.60	78.35
三聚氰胺	设计产能	6.00	6.00	12.00
	实际产量	1.33	6.41	8.63
	产能利用率	22.17	106.83	71.92
糠醇	设计产能	5.00	5.00	5.00
	实际产量	3.70	3.16	3.55
	产能利用率	74.00	63.20	71.00

资料来源：公司提供

总体看，2018 年公司尿素、甲醇产能有所收缩，二甲醚和三聚氰胺产能均大幅扩大。2018 年，公司主导产品的产量均有所提高，化肥产品和化工产品结构较为均衡。公司尿素产品产能利用率较上年大幅提升，但其他产品的产能有效利用程度一般。

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，同时公司约 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 50.00%左右，其余销往河南、湖北、江苏等地。公司具有“心连心”、“手拉手”、“沃利沃”等化肥产品知名品牌，同时具有腐植酸肥、控失肥、微量元素肥等高效肥品种，能有效化解化肥产品同质化程度较高的劣势，增强公司产品竞争力。

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 年底，公司已与 300 余家一级经销商建立了业务合作关系，公司通过该类销售渠道所销产品收入约占公司总销售收入的 85%。此外，截至 2018 年底，公司已在全国范围内设立分销网点 5,000 余个，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。

2018 年公司尿素销量为 199.92 万吨，同比变动幅度不大，产销率下降 5.96 个百分点至 84.69%，主要系复合肥产能增加，尿素自用量增加所致；公司复合肥销量同比增长 12.53%至 139.64 万吨，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，产销率同比下降 8.26 个百分点至 104.98%。甲醇销量同比大幅下降 54.48%至 14.88 万吨，主要系产量下降所致，产销率为 100.27%。二甲醚销量同比提高了 345.74%至 31.38 万吨，产销率仍保持 100%左右。三聚氰胺的产品销量同比提高了 29.27%至 8.17 万吨，产销率同比下降了 3.93 个百分点至 94.67%，仍属较高水平。糠醇销量同比提高了 21.88%至 3.90 万吨，产销率同比提高了 8.59 个百分点至 109.86%。

公司产品价格较为透明，2018 年公司尿素销售均价同比提高了 14.61%至 1,781 元/吨，主要系尿素行业回暖带动市场价格回升所致，复合肥销售均价同比提高了 1.78%至 2,004 元/吨。二甲醚产品销售价格同比下降了 18.42%至 3,644 元/吨，主要系行业开工率较高导致供给增加，市场价格下行所致。三聚氰胺产品销售均价同比提高了 2.13%至 6,870 元/吨。糠醇产品从 2018 年 10 月底已被剥离。

表 5 2016~2018 年公司主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

产品	2016 年				2017 年				2018 年			
	产量	销量	产销率	销售均价	产量	销量	产销率	销售均价	产量	销量	产销率	销售均价
尿素	287.90	285.77	99.26	1,221	222.97	201.89	90.55	1,554	236.06	199.92	84.69	1,781
复合肥	97.58	94.50	96.84	2,873	109.58	124.09	113.24	1,969	133.02	139.64	104.98	2,004
甲醇	34.17	33.75	98.77	1,849	34.08	32.69	95.92	2,448	14.84	14.88	100.27	2,409
二甲醚	--	--	--	--	7.12	7.04	98.88	4,467	31.34	31.38	100.13	3,644
三聚氰胺	1.33	1.24	93.23	6,924	6.41	6.32	98.60	6,727	8.63	8.17	94.67	6,870
糠醇	3.70	3.77	101.89	8,073	3.16	3.20	101.27	16,902	3.55	3.90	109.86	12,420

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司销售结算方式未发生变化。在客户集中度方面，2017~2018 年，公司前五大客户集中度分别为 6.04%和 11.92%，所占比重低；同时公司前五大客户的销售额占比分散，公司整体客户集中风险低。

表 6 2016~2018 年前五大客户情况（单位：万元、%）

年份	销售客户	产品	销售金额	销售额占比
2016 年	中化肥有限公司	尿素	10,602.49	1.85
	安徽辉隆集团农资连锁有限责任公司	尿素	10,183.54	1.78
	山东玉皇化工有限公司	甲醇	6,379.25	1.11
	苏州兴业材料科技股份有限公司	糠醇	5,553.07	0.97
	菏泽润泉化工有限公司	糠醇	5,305.67	0.93
	合计	--	38,024.02	6.65
2017 年	苏州兴业材料科技股份有限公司	糠醇	12,448.82	1.54
	山东玉皇贸易有限公司	甲醇	9,771.26	1.43
	安徽辉隆集团农资连锁有限责任公司	尿素	9,225.21	1.35
	徐州盛安化工科技有限公司	糠醇	6,441.96	0.80
	河南金山化工有限责任公司	尿素	6,247.18	0.92
	合计	--	44,134.43	6.04
2018 年	河南深冷气体有限公司	二甲醚	53,147.09	4.85
	洛阳浩拓石化产品有限公司	二甲醚	32,158.53	2.93
	清丰县鑫盛化工有限公司	二甲醚	18,720.51	1.71
	安徽辉隆集团农资连锁有限责任公司	尿素	13,725.02	1.25
	苏州兴业材料科技股份有限公司	糠醇	12,996.67	1.18
	合计	--	130,747.82	11.92

资料来源：公司提供

总体看，2018 年公司主要产品销量均处于较高水平，整体销售情况良好。2018 年，化肥行业景气度有所回升，带动公司化肥产品售价提高，有利于带动公司整体经营业绩的进一步提升。

5. 经营效率

2018 年，公司应收账款周转次数较上年的 38.53 次提高到 45.69 次，主要系糠醇业务规模采用赊销的结算方式，2018 年底糠醇业务不再纳入合并范围；存货周转次数较上年的 10.39 次下降为 7.98 次，主要系公司根据产品市场行情及价格变动趋势，调整了销售策略，增加产品的备货量，导致期末存货增加所致；总资产周转率较上年的 0.69 次上升为 0.76 次，主要系落后产能停产所致。与 Wind 提取的国内同行业上市公司 2018 年相关经营效率指标比较来看（见下表），公司主要经营效率均处于行业较好水平。

表 7 2018 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	404.54	8.20	0.97
鲁西化工	208.32	11.90	0.77
湖北宜化	63.01	6.08	0.45
心连心化工	46.70	7.98	0.76

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；联合评级整理。

总体看，公司整体经营效率仍保持良好。

6. 重大事项

公司未来拟在 A 股上市，跟踪期内公司引入战略投资者并进行了股权改制。2018 年 8 月和 11 月，公司分别向海通创新证券投资有限公司和宁波元年合金投资合伙企业（有限合伙）、河南省农民工返乡创业投资基金（有限合伙）、新乡市邦凯商贸有限公司等战略投资者发行了 2 亿新股（每股价格为 3 元），筹集资金 6 亿元（2 亿元计入股本，4 亿元计入资本公积）。截至 2019 年 3 月底，公司实收资本和注册资本均为 16.46 亿元，具体股权结构如下表所示。公司以 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，公司变更为河南心连心化学工业集团股份有限公司。

表 8 截至 2019 年 3 月底公司股权结构（单位：%）

出资人	持股比例
China XLX Fertiliser Ltd.	87.85
海通创新证券投资有限公司	6.07
宁波元年合金投资合伙企业（有限合伙）	2.46
河南省农民工返乡创业投资基金（有限合伙）	1.22
新乡市邦凯商贸有限公司	0.56
上海莅林投资管理中心（有限合伙）	0.22
Vision Avenue Limited	1.62
合计	100.00

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司引进包括海通创新证券投资有限公司在内的多家战略投资者，获得增资款6亿元，公司资本实力进一步增强。

7. 在建工程

截至2019年3月底，公司投资项目包括九江心连心化肥有限公司清洁生产综合利用项目（以下简称“江西项目”）和采用清洁生产技术进行产业升级项目，计划投资规模为52.90亿元，已完成投资6.56亿元，待投资规模46.34亿元。其中，九江心连心化肥有限公司清洁生产综合利用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42亿元，尿素产品设计产能为52万吨/年，二甲醚产能40万吨/年，项目计划于2020年9月完工，相关投资规模大，公司正在申请项目贷款，贷款金额为18.00亿元，期限7年，款项预计在6月底前投放。采用清洁生产技术进行产业升级项目生产基地在新乡本部，整体投资规模合计10.90亿元，二甲醚设计产能为20万吨/年，甲醇设计产能为30万吨/年以及为现有的30万吨/年甲醇合成装置提供合成气，项目计划于2020年6月完工。

表9 截至2019年3月底公司主要在建和拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目概况	总投资金额	资金筹措方案		已投资金额	计划投资金额		
			贷款	自筹		2019年	2020年	2021年
九江心连心化肥有限公司清洁生产综合利用项目	年产60万吨合成氨、52万吨尿素、40万吨二甲醚	42.00	18.00	24.00	6.06	14.93	12.30	7.71
采用清洁生产技术进行产业升级项目	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	10.90	7.60	3.30	0.50	4.40	5.40	0.60
合计	--	52.90	25.60	27.30	6.56	19.33	17.70	8.31

资料来源：公司提供

总体看，随着在建项目的投产使用，将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情况，公司面临较大规模的外部融资压力。同时在行业处于产能过剩的阶段，未来新建产能未来能否充分释放尚存一定的不确定性。

8. 经营关注

（1）行业产能过剩，新增产能无法充分释放的风险

公司主要产品为尿素、复合化肥、甲醇和二甲醚，跟踪期内，我国尿素、复合化肥行业产能过剩局面仍未能改变，市场竞争压力较大。2018年，公司复合肥产能利用率和尿素产能利用率仍有待提高。公司在建项目中仍有较大规模尿素和复合肥生产装置；同时拟建项目中有甲醇和二甲醚项目，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。

（2）安全生产和环保风险

公司属于化肥行业，产品生产具有工艺过程复杂、连续性强、操作要求高等特点，其中间产品和产成品涉及一氧化碳、氨、氢、甲醇等有毒有害或易燃易爆物质，在生产过程中存在着高温、高压、易燃、易爆等危险，一旦发生事故，将会对人员和环境造成危害。尽管公司制定了严格的规章制度和安全操作规程，但是由于近年来公司生产能力不断加大，公司的生产经营存在一定的安全风险。

(3) 原材料价格波动风险

煤炭是公司最主要的生产原材料，因受政策性减产、控产及安全减产、停产等因素影响，原煤生产结构性供需矛盾突显，跟踪期内，煤炭整体供应价格保持在相对高位，若未来煤炭采购价格持续上升，原材料价格上涨不能顺利传导到终端产品，则将对公司整体的盈利能力产生不利影响。

9. 未来发展

公司坚持走低成本、低排放、高效率的新型煤化工发展道路。按照“十三五”期间发展规划，公司聚焦煤化工产业发展方向，做强做大化肥主业，向上游煤矿资源地发展，向下游产品链延伸，向煤化工相关多元化方向发展。

(1) 化肥及其深加工方面，尿素产品系列化，突出聚能网、缓控失，普通颗粒、大颗粒、中颗粒等多品类特点。复合肥产品要在多配方尿基复合肥的基础上，搞好聚能网、缓失肥、BB肥等多产品组合，增加硝基复合肥。

(2) 煤化工及其相关多元化方面，以洁净煤气化为核心，纵深延伸煤基化工产品，主要以H₂、CO、CO₂为原料的相关循环经济项目。

(3) 新材料发展方面，有选择的做市场缺口大，附加值高的有机化工、新材料产品。

(4) 大型项目建设方面，以市场为导向，充分利用水运优势，打造“以肥为基、肥化并举”的江西现代化化工园区基地，先建设复合肥生产装置，再建设尿素等装置。同时，新乡本部实现退城入园，新旧产能更换的重点工程建设。

总体看，跟踪期内公司发展战略未发生重大调整，未来将重视高附加值产品的产业链延伸，同时，拟在江西布局南方战略基地，新乡本部实现新旧产能更换，整体发展战略清晰。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2018年度合并财务报表已经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，2019年一季度财务报表未经审计。公司财务报表编制遵循财政部颁布的最新企业会计准则。2018年公司合并报表范围增加了3家子公司、减少了1家子公司，2019年一季度合并范围增加了1家子公司，截至2019年3月底，纳入合并范围内有11家子公司；合并范围变化较小，会计政策连续，数据可比性较强。

截至2018年底，公司合并资产总额132.82亿元，负债合计84.97亿元，所有者权益（含少数股东权益）47.85亿元，其中归属于母公司的所有者权益44.48亿元。2018年，公司实现营业收入97.14亿元，净利润（含少数股东损益）7.10亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为6.73亿元；公司经营活动现金流量净额16.36亿元，现金及现金等价物净增加额-0.04亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额143.15亿元，负债合计93.44亿元，所有者权益（含少数股东权益）49.71亿元，其中归属于母公司的所有者权益46.22亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入23.20亿元，净利润（含少数股东损益）1.77亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.69亿元；公司经营活动现金流量净额9.80亿元，现金及现金等价物净增加额10.57亿元。

2. 资产质量

(1) 流动资产

截至2018年底，公司合并资产总额为132.82亿元，较年初增长9.47%，主要系非流动资产增长

所致；其中流动资产占 21.32%，非流动资产占 78.68%，资产构成仍以非流动资产为主。

截至 2018 年底，公司流动资产为 28.32 亿元，较年初变动幅度不大，公司流动资产主要由货币资金（占 16.64%）、应收票据（占 7.00%）、预付款项（占 18.96%）、存货（占 36.51%）和其他流动资产（占 13.19%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 4.71 亿元，较年初基本保持稳定，公司货币资金主要由银行存款 3.25 亿元和其他货币资金 1.46 亿元构成，其他货币资金中由于定期存单质押而受限的货币资金 1.00 亿元，占货币资金余额的 21.23%，占比较大。截至 2018 年底，公司应收票据为 1.98 亿元，较年初增加 1.65 亿元，主要系公司新增浙商银行股份有限公司票据池业务所致。截至 2018 年底，公司预付款项为 5.37 亿元，较年初增长 27.76%，主要系经营规模扩大，预付的采购款以及设备款增加所致。截至 2018 年底，公司存货为 10.34 亿元，较年初大幅增长 38.68%，主要系原材料增加所致，公司存货由原材料（占 63.10%）和库存商品（占 36.90%）构成，公司未对存货计提减值准备。截至 2018 年底，公司其他流动资产为 3.73 亿元，较年初增长 14.52%，全部由未认证的进项税构成。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产为 104.50 亿元，较年初增长 13.30%，主要系固定资产增加所致；公司非流动资产主要由固定资产（占 74.86%）、在建工程（占 14.34%）和无形资产（占 6.71%）构成。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值较年初增长 6.85%至 78.23 亿元，主要系在建工程转固所致，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 31.97%）和机器设备（占比 65.67%）构成；固定资产累计计提折旧 32.13 亿元，整体成新率为 71.35%，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 2.85 亿元，主要为融资租赁的固定资产。

截至 2018 年底，公司在建工程较年初增长 8.60%至 14.98 亿元，主要系技改项目增加以及江西项目持续投资所致；无形资产较年初增长 45.12%至 7.02 亿元，主要系新增河南曲水杨街土地、畜牧场土地以及九江一期土地、四场东侧至胜利路曲水土地所致，无形资产主要由土地使用权（占 82.50%）及采矿权（占 12.57%）构成，无形资产共计计提摊销 0.79 亿元。

截至 2018 年底，公司受限资产账面价值合计 4.92 亿元，占公司资产总额的比例为 3.70%，其中货币资金由于定期存单质押受限 1 亿元，其他流动资产由于定期存款受限 1.07 亿元，固定资产-机器设备由于融资租赁受限金额为 2.85 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 143.15 亿元，较年初增长 7.78%，主要系流动资产增长所致，其中流动资产 35.83 亿元，较年初增长 26.51%，主要系融资规模扩大导致货币资金增长所致；非流动资产 107.32 亿元，较年初增长 2.70%。从资产构成来看，较年初变化不大，仍以非流动资产为主。

总体看，公司资产构成仍以非流动资产为主。公司货币资金受限金额较大，存货占比较大，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和固定资产大幅增长，使得公司非流动资产规模明显扩大。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

（1）负债

截至 2018 年底，公司负债合计 84.97 亿元，较年初增长 6.55%，主要系流动负债增加所致；其中流动负债占比 61.79%，非流动负债占比 38.21%，流动负债占比较年初提高 6.71 个百分点。

截至 2018 年底，公司流动负债规模为 52.51 亿元，较年初增长 19.53%，主要系短期借款增加所

致；公司流动负债以短期借款（占 29.98%）、应付票据（占 5.33%）、应付账款（占 17.04%）、预收款项（占 13.20%）和一年内到期的非流动负债（占 23.02%）为主。其中，短期借款 15.74 亿元，较年初增长 326.68%，主要系为了满足在建工程资金需求，增加银行借款所致，公司短期借款全部为信用借款。应付票据较年初下降 33.92%至 2.80 亿元，主要系票据到期所致。应付账款较年初增长 8.61%至 8.95 亿元，主要系应付工程款增加所致。预收款项较年初下降 12.87%至 6.93 亿元，主要系因经销商对化肥价格看跌，备货减少所致。公司一年内到期的非流动负债为 12.09 亿元，较年初下降 27.26%，其中融资租赁款 0.92 亿元，一年内到期的借款 11.17 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动负债 32.46 亿元，较年初下降 9.37%，主要系长期借款减少所致，非流动负债主要由长期借款（占 69.18%）和应付债券（占 21.34%）组成。其中，长期借款 22.46 亿元，较年初下降 25.71%，全部由信用借款构成，期限分布情况如下表所示，公司 2020 年可能面临集中偿付风险。截至 2018 年底，公司应付债券 6.93 亿元，较年初增长 38.57%，主要由于公司发行 2.00 亿元的中期票据（债券简称“18 心连心 MTN001”）所致；公司应付债券由全部由“18 心连心 MTN001”（2023 年到期）和“17 心化 01”构成（2020 年到期），期限分布较为分散。

表 10 截至 2018 年底公司主要长期借款期限分布情况（单位：万元、%）

年限	金额	占比
1~2 年（含 2 年）	171,591.82	76.41
2~3 年（含 3 年）	49,978.75	22.26
3~4 年（含 4 年）	3,000.00	1.33
合计	224,570.57	100.00

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司长期应付款为 2.13 亿元，较年初增加了 2.12 亿元，主要系融资租赁款增加所致。

债务方面，截至 2018 年底，公司短期债务为 30.64 亿元，较年初增长 24.79%；长期债务为 30.83 亿元，较年初下降 12.49%；公司全部债务为 61.46 亿元，较年初增长 2.82%，其中短期债务占比 49.84%，长期债务占比 50.16%，短期债务占比较年初提高了 8.79 个百分点，公司长短期债务占比相近。截至 2018 年底，公司的资产负债率由年初的 65.73%下降至年底的 63.97%；全部债务资本化比率由年初的 58.98%下降至年底的 56.23%；长期债务资本化比率由年初的 45.86%降至年底的 39.18%，主要系战略投资者增资导致公司所有者权益增加所致。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 93.44 亿元，较年初增长 9.96%，主要系流动负债和非流动负债共同增长所致，负债结构仍以流动负债为主，其中流动负债为 55.87 亿元，较年初增长 6.40%；非流动负债为 37.57 亿元，较年初增长 15.72%。截至 2019 年 3 月底，公司债务总额为 80.47 亿元，较年初增长 30.92%，主要系在建工程资金需求增加，公司增加债务筹资力度所致；其中短期债务为 44.54 亿元，较年初增长 45.37%，长期债务为 35.93 亿元，较年初增长 16.56%。债务规模的扩大，致使公司负债水平及债务负担指标显著上升，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别上升至 65.27%、61.81%和 41.96%，公司负债水平较高，债务负担较重。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 47.85 亿元，较年初增长 15.08%，主要系战略投资者增资所致。公司实收资本为 16.46 亿元，较年初增长 13.83%，其中战略投资者增资的 2 亿元计入实收资本，其余 4 亿元计入资本公积。公司资本公积为 25.26 亿元，较年初增加 24.38 亿元，主要系公司股

份改制使得截至 2018 年 11 月底的未分配利润全部转入资本公积所致。公司未分配利润为 2.73 亿元，较年初下降 86.41%。公司归属于母公司所有者权益合计 44.48 亿元，其中股本、资本公积和未分配利润占比分别为 37.01%、56.79%和 6.14%，公司所有者权益稳定性好。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 49.71 亿元，较年初增长 3.89%，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 46.22 亿元，公司权益结构较年初变化不大。

总体看，公司为了满足在建工程的资金需求，公司增加债务筹资力度，短期债务快速增长，公司负债规模和债务负担有所增加。得益于公司引入新的战略投资者，公司资本实力进一步增加，同时，公司进行股份改制后，资本公积大幅增加，所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 97.14 亿元，同比增长 20.03%，主要系公司主要产品销量实现增长，同时尿素销售价格回升所致，其中主营业务收入为 91.69 亿元。2018 年，公司营业成本为 70.98 亿元，同比增长 14.25%，公司营业收入增幅大于营业成本增幅。2018 年，公司营业利润为 8.06 亿元，净利润 7.10 亿元，分别同比增长 68.33%和 63.48%，公司经营业绩明显提升。

从期间费用来看，随着公司营业收入的增长，期间费用总额同比增长 17.61%，其中，销售费用同比增长 5.12%至 5.07 亿元，主要系职工薪酬、运输费用等同比增加所致；管理费用和研发费用同比增长 29.40%至 7.74 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 13.97%至 3.23 亿元，主要系融资规模扩大，利息支出增加所致。2018 年费用收入比同比下降 0.34 个百分点至 16.51%，但仍属于较高水平，公司费用控制能力有待提高。

2018 年，公司资产减值损失为 2.20 亿元，同比增加了 2.17 亿元，主要系一分厂停产后对固定资产计提减值所致。

从盈利指标来看，2018 年公司营业利润率同比提高 3.72 个百分点至 26.53%，总资本收益率同比提高了 2.53 个百分点至 9.71%，总资产报酬率同比提高了 2.14 个百分点至 8.80%，净资产收益率同比提高 5.33 个百分点至 15.87%，公司盈利能力仍属较强。与 Wind 提取的国内同行业上市公司 2018 年相关盈利指标比较来看（见下表），公司主要盈利指标均处于行业较好水平。

表 11 2018 年公司与同行业盈利指标对比（单位：%）

指标名称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
泸天化	21.75	20.86	6.04
鲁西化工	28.33	11.04	15.39
湖北宜化	18.40	31.35	4.55
心连心化工	26.93	16.18	8.74

资料来源：Wind；联合评级整理。

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。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 23.20 亿元，较去年同期变动幅度不大；实现净利润 1.77 亿元，同比增长 18.69%，主要系尿素产品毛利率同比提高所致。

总体看，受主要产品产销量增长影响，公司收入和利润规模大幅增长，带动公司盈利能力提升。公司盈利能力较强，但费用控制能力仍有待提升。

5. 现金流

2018 年，公司经营活动现金流入 127.17 亿元，同比增长 35.54%；经营活动现金流出 110.81 亿元，

同比增长32.56%；经营活动现金流量净额为16.36亿元，同比增长59.97%，主要系销售收入增加所致；2018年公司现金收入比为127.35%，同比提高了11.80个百分点，公司收入实现质量仍属较高水平。

2018年，公司投资活动现金流入1.52亿元，金额较小；投资活动现金流出18.81亿元，主要系公司为提升产能、进一步挖掘规模优势以降低生产成本，加大了新项目建设的力度所致；投资活动产生的现金流量净额为-17.29亿元，净流出规模较上年增加68.08%。

2018年，公司筹资活动现金流入41.86亿元，同比增长53.64%，主要系引入战略投资者使得吸收投资收到的现金增加；筹资活动现金流出40.97亿元，同比增长55.20%；筹资活动产生的现金流量净额0.89亿元，现金及现金等价物净增加额为-0.04亿元。

2019年一季度，经营活动产生的现金流量净额为9.80亿元，投资活动产生的现金流量净额为-5.52亿元，筹资活动产生的现金流量净额为6.30亿元，现金及现金等价物净增加额为10.57亿元。

总体看，2018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，战略投资者增资款到位后缓解了部分资金压力，但仍有外部融资的需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2018年底，公司流动比率由年初的0.66倍下降至0.54倍，速动比率由年初的0.49倍下降至0.34倍；公司现金短期债务比为0.22倍，较年初变动幅度不大。总体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标来看，2018年，公司EBITDA由上年的13.54亿元增至17.86亿元，主要系利润总额增加所致，公司EBITDA主要由折旧（占35.63%）、计入财务费用的利息支出（占17.50%）和利润总额（占45.15%）构成。同期，公司EBITDA全部债务比由上年的0.23倍升至0.29倍，EBITDA利息倍数由上年4.97倍升至5.71倍，EBITDA对全部债务的保障程度和对利息的保障程度较强，公司长期偿债能力较强。

截至2018年底，公司共获得各银行授信额度共计人民币90.91亿元，其中已使用59.14亿元，剩余31.78亿元，公司间接融资渠道有待拓展。

截至2018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2018年底，公司无对外担保情况。

根据代码为G1041072100107410Z的人民银行征信报告，截至2019年6月19日，公司无未结清不良信贷信息，已结清的信贷有一笔欠息，系银行出纳操作原因，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。

总体看，由于公司短期偿债能力较弱，但长期偿债能力较强。公司无对外担保、未决诉讼等或有负债风险。考虑到公司作为国内单体最大的煤基尿素生产企业，经营规模逐年扩大，保持了较好的收入实现质量，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年底，公司现金类资产达6.87亿元，约为“17心化01”本金（5亿元）的1.37倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达47.85亿元，约为“17心化01”本金的9.57倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“17心化01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为17.86亿元，约为“17心化01”本金的3.57倍，公司EBITDA对“17心化01”的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入127.17亿元，约为“17心化01”本金的25.43倍；2018年公司经营活动产生的现金净流入为16.36亿元，约为“17心化01”本金的3.27倍，公司经营活动现金流入量及净流入对“17心化01”的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为知名的煤基尿素生产企业，经营规模逐年扩大，保持了较好的收入实现质量，联合评级认为，公司对“17心化01”的偿还能力很强。

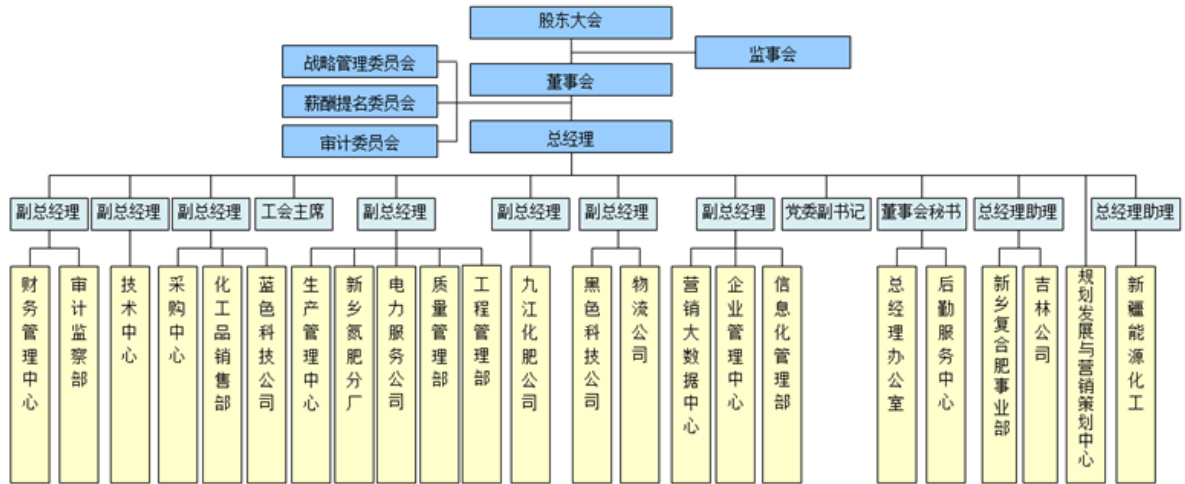
八、综合评价

联合评级对心连心化工的跟踪评级，反映了跟踪期内，公司作为国内单体规模最大的煤基尿素生产企业，在行业地位、市场认可程度、产能、技术水平及经营稳定性等方面继续保持优势；2018年，公司产品价格保持较高水平，同时产品产销量实现增长，带动收入和利润规模显著增长，经营活动现金流继续保持净流入态势，且净流入规模大幅增加。2018年公司引入战略投资者，带动公司资本实力进一步增强。同时，联合评级关注到跟踪期内尿素、复合肥行业仍处于产能严重过剩状态，在建工程投资压力较大，公司短期债务快速增长等因素对其信用水平产生的不利影响。

随着我国化肥行业落后产能的逐渐淘汰，公司综合竞争力将得以进一步体现。公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“17心化01”债项信用等级为“AA”。

附件 1 河南心连心化学工业集团股份有限公司 组织结构图



附件 2 河南心连心化学工业集团股份有限公司主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
资产总额 (亿元)	111.81	121.33	132.82	143.15
所有者权益 (亿元)	40.76	41.58	47.85	49.71
短期债务 (亿元)	10.68	24.55	30.64	44.54
长期债务 (亿元)	44.20	35.23	30.83	35.93
全部债务 (亿元)	54.88	59.78	61.46	80.47
营业收入 (亿元)	59.30	80.93	97.14	23.20
净利润 (亿元)	1.15	4.34	7.10	1.77
EBITDA (亿元)	9.30	13.54	17.86	--
经营性净现金流 (亿元)	6.80	10.23	16.36	9.80
应收账款周转次数 (次)	84.00	38.53	45.69	--
存货周转次数 (次)	10.44	10.39	7.98	--
总资产周转次数 (次)	0.53	0.69	0.76	--
现金收入比率 (%)	117.40	115.55	127.35	113.90
总资本收益率 (%)	3.92	7.17	9.71	--
总资产报酬率 (%)	3.59	6.67	8.80	--
净资产收益率 (%)	2.99	10.55	15.87	--
营业利润率 (%)	20.06	22.81	26.53	25.01
费用收入比 (%)	19.37	16.85	16.51	--
资产负债率 (%)	63.54	65.73	63.97	65.27
全部债务资本化比率 (%)	57.38	58.98	56.23	61.81
长期债务资本化比率 (%)	52.02	45.86	39.18	41.96
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.42	4.97	5.71	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.17	0.23	0.29	--
流动比率 (倍)	0.89	0.66	0.54	0.64
速动比率 (倍)	0.73	0.49	0.34	0.50
现金短期债务比 (倍)	0.68	0.21	0.22	0.40
经营现金流动负债比率 (%)	25.36	23.29	31.16	17.54
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.86	2.71	3.57	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、2019 年 1 季度度财务报表数据未经审计、相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1))]-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) /主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) /营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等