

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告之內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示概不會就因本公告全部或任何部分內容而產生或因倚賴該等內容而引致之任何損失承擔任何責任。



**SINOFERT HOLDINGS LIMITED**

**中化化肥控股有限公司\***

(於百慕達註冊成立之有限公司)

(股份代號：297)

## 海外監管公告

本公告乃由中化化肥控股有限公司（「本公司」）根據香港聯合交易所有限公司證券上市規則第13.10B條作出。

以下為本公司之間接全資附屬公司中化化肥有限公司於上海清算所網站（<http://www.shclearing.com>）和中國貨幣網（<http://www.chinamoney.com.cn>）刊發之《中化化肥有限公司2020年度跟蹤評級報告》，僅供參閱。

代表董事會  
中化化肥控股有限公司  
執行董事兼首席執行官  
覃衡德

香港，二零二零年十月二十日

於本公告日期，本公司執行董事為覃衡德先生（首席執行官）、馮明偉先生及楊宏偉先生；本公司非執行董事為楊林先生；及本公司獨立非執行董事為高明東先生、盧欣先生及謝孝衍先生。

\*僅供識別

## 中化化肥有限公司 2020 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：许新强 [xqxu@ccxi.com.cn](mailto:xqxu@ccxi.com.cn)

项目组成员：杨 洋 [yyang@ccxi.com.cn](mailto:yyang@ccxi.com.cn)

程方誉 [fycheng@ccxi.com.cn](mailto:fycheng@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 7 月 10 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为“20 中化化肥 SCP002”的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 2463 号

**中化化肥有限公司：**

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月十日



**评级观点：**中诚信国际维持中化化肥有限公司（以下简称“中化化肥”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了公司产供销一体化经营实力突出、分销实力持续增强、股东支持力度大等方面的优势，以及 2019 年以来盈利和获现能力进一步改善、总债务及财务杠杆率整体呈下降态势等对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到化肥价格波动易对公司经营产生影响、面临一定短期偿债压力及未来投资规模较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

#### 概况数据

| 中化化肥（合并口径）     | 2017   | 2018   | 2019   | 2020.3 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产（亿元）        | 213.91 | 165.53 | 160.01 | 176.29 |
| 所有者权益合计（亿元）    | 47.67  | 51.94  | 56.00  | 57.32  |
| 总负债（亿元）        | 166.24 | 113.59 | 104.01 | 118.97 |
| 总债务（亿元）        | 75.34  | 58.35  | 49.68  | 55.94  |
| 营业总收入（亿元）      | 176.19 | 228.63 | 228.23 | 56.60  |
| 净利润（亿元）        | -24.33 | 3.70   | 4.84   | 1.32   |
| EBIT（亿元）       | -20.49 | 5.42   | 6.65   | --     |
| EBITDA（亿元）     | -16.67 | 8.62   | 9.82   | --     |
| 经营活动净现金流（亿元）   | -12.99 | -12.79 | 15.61  | 17.29  |
| 营业毛利率(%)       | 7.19   | 7.74   | 8.43   | 7.97   |
| 总资产收益率(%)      | -9.56  | 2.86   | 4.09   | --     |
| 资产负债率(%)       | 77.72  | 68.62  | 65.00  | 67.48  |
| 总资本化比率(%)      | 61.25  | 52.91  | 47.01  | 49.39  |
| 总债务/EBITDA(X)  | -4.52  | 6.77   | 5.06   | --     |
| EBITDA 利息倍数(X) | -4.45  | 4.09   | 5.07   | --     |

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

#### 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：化学肥料(C030302\_2019\_03)

| 中化化肥有限公司打分卡结果          |                   |        |    |
|------------------------|-------------------|--------|----|
| 重要因素                   | 指标名称              | 指标值    | 分数 |
| 盈利能力<br>(12%)          | EBITDA 利润率(%)*    | -0.46  | 1  |
|                        | 总资产收益率(%)*        | -0.87  | 1  |
| 财务政策与<br>偿债能力<br>(24%) | 总资本化比率(%)         | 47.01  | 8  |
|                        | 总债务/EBITDA(X)*    | 2.44   | 8  |
|                        | EBITDA 利息保障倍数(X)* | 1.57   | 6  |
|                        | 经营活动净现金流/总债务(%)*  | -2.58  | 1  |
| 规模(24%)                | 营业总收入(亿元)*        | 211.02 | 10 |
|                        | 生产规模              | 7      | 7  |
| 运营实力<br>(40%)          | 原料供应及产品结构         | 8      | 8  |
|                        | 生产基地及销售网络布局       | 10     | 10 |
| 打分结果                   |                   |        | a  |
| BCA                    |                   |        | a+ |
| 支持评级调整                 |                   |        | 2  |
| 评级模型级别                 |                   |        | AA |

#### 打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a+)的基础上考虑支持评级得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计政策及报表质量、流动性、特殊事件及安全环保等因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。

\*指标采用近三年平均值

#### 正 面

■ **产供销一体化经营，分销实力持续增强。**公司是国内大型产供销一体化的综合型化肥企业，且自有拥有氮肥产能 30 万吨/年、复合肥产能 193 万吨/年和水溶肥 10 万吨/年，并通过参股化肥厂商及与国内外大型化肥厂商的长期稳定合作，保证化肥供应稳定；2019 年以来公司继续推进 DTS 分销渠道建设，并通过强化技术服务提升服务能力，分销实力持续增强，目前在全国拥有超过 4 万家分销网点，产供销一体化实力突出。

■ **股东支持力度大。**公司原系中国中化集团有限公司（以下简称“中化集团”）农业事业部的重要主体，在中化集团的支持下，与国内外主要钾肥供应商保持长期合作，化肥采购和议价能力较强；同时中化集团通过内部财务公司或关联企业以借款或委托贷款的形式对公司给予资金支持。2020 年 6 月 17 日股权划转后，公司变为中国化工集团有限公司（以下简称“中国化工”）附属公司及先正达集团股份有限公司（以下简称“先正达集团”）的关联方，能够在技术、平台、品牌及与其他农业板块协同运作等方面得到有力支持。

■ **盈利和获现能力进一步改善。**2019 年公司通过加大战略采购和差异化产品销售力度等，盈利能力增强；同时由于加强销售回款及减少预付采购款，经营活动现金流实现较大净流入，盈利能力和获现能力不断改善。

■ **总债务及财务杠杆率整体呈下降态势。**2019 年以来盈利改善带动所有者权益增长，同时 2019 年偿还部分债务，总债务和财务杠杆率整体呈下降态势。

#### 关 注

■ **化肥价格波动较大。**受供需变化、原材料价格、生产运输成本、经济环境以及关税政策等因素影响，化肥价格波动较大，对公司经营稳定性产生不利影响。

■ **面临一定短期偿债压力。**截至 2020 年 3 月末，公司总债务为 55.94 亿元且均为短期债务，面临一定短期偿债压力且债务结构有待改善。

■ **未来投资规模较大。**截至 2020 年 3 月末，公司主要在建项目总投资 49.56 亿元，尚需投资 34.22 亿元，面临一定投资压力；中化涪陵厂址搬迁对公司化肥产能影响较大，需持续关注搬迁后新项目建设进展情况。

#### 评级展望

中诚信国际认为，中化化肥有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**产品价格超预期下行、超预期停产、在建项目投产时产能释放不足等令净利润出现大幅亏损，财务杠杆大幅攀升，流动性恶化或其他导致信用水平显著下降的因素。

## 评级历史关键信息

| 中化化肥有限公司       |      |            |             |                                                        |                      |
|----------------|------|------------|-------------|--------------------------------------------------------|----------------------|
| 主体评级           | 债项评级 | 评级时间       | 项目组         | 评级方法和模型                                                | 评级报告                 |
| AAA/稳定         | --   | 2019/06/14 | 王梦莹、程方誉     | <a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（通用）CCXI TY 2016 01</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/列入信用评级观察名单 | --   | 2018/06/29 | 杨琳、程方誉      | <a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（通用）CCXI TY 2016 01</a> | <a href="#">阅读原文</a> |
| AAA/稳定         | --   | 2009/07/08 | 涂盈盈、王中坤、崔英琦 | --                                                     | <a href="#">阅读全文</a> |

## 同行业比较

| 部分化学肥料企业主要指标对比表 |          |           |         |         |          |
|-----------------|----------|-----------|---------|---------|----------|
| 公司名称            | 化肥销量（万吨） | 营业总收入（亿元） | 净利润（亿元） | 总资产（亿元） | 资产负债率(%) |
| 云图控股            | 254      | 86.26     | 2.19    | 100.91  | 66.74    |
| 新洋丰             | 423      | 93.27     | 6.61    | 100.03  | 31.29    |
| 中化化肥            | 999      | 228.23    | 4.84    | 176.29  | 67.48    |

注：“云图控股”为“成都云图控股股份有限公司”简称；“新洋丰”为“新洋丰农业科技股份有限公司”简称；表中化肥销量、营业总收入、净利润为2019年年报数据，总资产、资产负债率为2020年一季度数据。

资料来源：中诚信国际整理



## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，

宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“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”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

**中诚信国际认为，**虽然国内疫情管控效果显现

和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

**2019 年以来国内需求不振、出口承压加之成本端支撑不足令化工行业景气度下行，产品价格降幅明显；供给侧改革及安全环保持续高压带动化工行业走向规模化、一体化、大型化及规范化，行业集中度持续提升；行业收入保持平稳，但整体盈利能力下降，行业间盈亏变动存在分化**

2019 年以来，去产能政策及安全、环保督查高压持续，部分落后不达标企业进一步淘汰，国家统计局数据显示，年末行业内规模以上企业同比减少 1,332 家；同期，部分化工子行业固定资产投资增速领先于全国工业投资平均水平，行业产能增长且集中于龙头企业，集中度进一步提升。

产量方面，2019 年我国化工行业生产继续保持增长。从增幅来看，除原油加工量增幅基本维持稳定、受下游行业需求减弱等因素影响烧碱和硫酸同比负增长外，其他产品产量增幅均较上年同期有所提升，供给端继续呈上升态势。此外，2019 年以来，化工行业安全事故频发，从短期来看，安全环保事故引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期来看，安全环保督查持续保持高压将有助于加强化工园区风险排查，严格化工行业准入，提升化工企业安全环保水平，带动化工行业模式将从小、散、乱的行业格局向大型化、集中化、一体化和规范化的化工园区转型，龙头企业将从中受益，市场集中度有望持续提升。

**表 1：近年我国部分化工产品产量统计**  
(万吨、亿立方米、万条、%)

| 收入                 | 2018     |      | 2019     |      |
|--------------------|----------|------|----------|------|
|                    | 产量       | 同比   | 产量       | 同比   |
| 原油                 | 18,910.6 | -1.3 | 19,101.4 | 0.8  |
| 天然气                | 1,610.2  | 7.5  | 1,736.2  | 9.8  |
| 原油加工量              | 60,357.0 | 6.8  | 65,198.1 | 7.6  |
| 硫酸（折 100%）         | 8,636.4  | 1.8  | 8,935.7  | 1.2  |
| 烧碱（折 100%）         | 3,420.2  | 0.9  | 3,464.4  | 0.5  |
| 纯碱（碳酸钠）            | 2,620.5  | -0.1 | 2,887.7  | 7.6  |
| 乙烯                 | 1,841.0  | 1.0  | 2,052.3  | 9.4  |
| 农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）    | 5,459.6  | -5.2 | 5,624.9  | 3.6  |
| 化学农药原药（折有效成分 100%） | 208.3    | -9.5 | 225.4    | 1.4  |
| 初级形态塑料             | 8,558.0  | 4.2  | 9,574.1  | 9.3  |
| 合成橡胶               | 559.0    | 7.1  | 733.8    | 11.0 |
| 化学纤维               | 5,011.1  | 7.7  | 5,952.8  | 12.5 |
| 橡胶轮胎外胎             | 81,640.7 | 1.0  | 84,226.2 | 1.9  |
| 塑料制品               | 6,042.1  | 1.1  | 8,184.2  | 3.9  |

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从需求端来看，化工产品下游终端需求主要分布在房地产、纺织服装、汽车和家电等行业，2019 年国内经济增速继续放缓，下游各行业对化工产品需求减弱。长期来看，地产行业面临一定下行压力，对化工产品的需求或将弱化；但预计 2020 年房地产政策基本保持中性，市场平稳发展，随着前期开发投资逐步进入竣工阶段，对化工产品需求或将短期小幅回升。在短期侧重“稳增长”的宏观政策调控和向十三五规划目标冲刺下，预计家电、汽车、建筑等行业或将低位企稳或实现边际改善，对国内化工产品需求亦会有所提升。出口方面，受海外经济体经济下行、国际贸易摩擦以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，化工行业出口端亦承受了较大压力，根据国家统计局数据，2019 年行业进出口贸易总额增幅为近三年来最低水平，中美两国于 2019 年 1 月 16 日正式签订贸易第一阶段协议，目前来看摩擦有所缓和，但后续发展仍存在一定的不确定性。

新型冠状病毒肺炎疫情自 2020 年 1 月 20 日公之于众后蔓延较为迅速，对化工及上下游行业产生

<sup>1</sup>本文中所提化工行业及企业，除特别说明外，均指申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，在宏观数据中化工行业数据则包括国家统计局行业分类中的石油和天然气开

采业、石油加工、煤炭及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业与橡胶和塑料制品业等 5 个子行业。



影响。具体来说，房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等将因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等短期内压制化工产品的需求，而医疗行业需要的部分产品如用作消毒剂的环氧乙烷、双氧水，用作医疗外包装的 HDPE，用作口罩的 PP 等化工品的需求大幅增加。从生产环节来看，因疫情而导致的生产供应不足情况较小，以大型自动化装置生产的化工企业更多因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，而湖北省内化工行业以及其他省份部分劳动密集型企业因职工无法到岗等而推迟开工或开工率明显降低。随着疫情影响的逐渐消除，各省市逐步推动企业开工复产，受负面影响的下游行业对化工产品的需求预计将反弹。

从成本端来看，化工产品基础原材料包括原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石等。2019 年布伦特原油价格在 50~70 美元区间震荡，多数基础原材料价格呈震荡下滑态势。2020 年 2 月以来受 OPEC+ 减产谈判破裂及新冠疫情制约消费需求等影响，原油价格同比大幅下跌，截至 2020 年 3 月末，布伦特和 WTI 原油期货结算价分别降至 22.74 美元/桶和 20.48 美元/桶，跌幅达 65.7% 和 66.5%，原油价格的超预期下跌将令主要石油出口国如美国、沙特及俄罗斯等国家经济承压。4 月 13 日，OPEC+ 全球原油减产协议达成，减产行动将自 5 月 1 日起生效，后续原油价格走势需持续关注。**中诚信国际认为**，低油价将严重削弱石油开采企业的盈利空间，有助于油制产业链上各产品盈利的提升，同时对煤制和气制化工品的盈利形成冲击，而接近消费端的化工品的盈利更依赖自身的供需变化，受油价的影响将相对较小。

受供给端新增产能逐步投产、需求下滑导致的供需结构失衡及成本端支撑不足等影响，2019 年化

工产品价格受到冲击并进入下行周期。从工业价格指数来看，化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）自 2018 年 10 月开始大幅回落，并于 2019 年 1 月同比增速首次由正转负，之后化工品价格小幅回升，进入二季度后，由于经济下行压力叠加下游需求持续疲软，PPI 持续下滑，价格处于相对低位区间。

图1：化工行业工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2019 年化工行业景气度较上年下行，大多数化工产品价格同比下降，使得行业营业收入虽然仍呈增长态势，但增幅大幅下降，同时行业利润空间收窄，多数子行业亏损面有所上升，不过行业间差异明显。其中，受原油价格下跌影响，石油和天然气开采业收入略有下降，但油价总体保持在合理区间，加之原油和天然气产销量增加，石油和天然气开采业利润总额则同比略有增长；原油价格变动的不确定性、成品油及焦炭等价格的下跌等令石油加工、煤炭及核燃料加工业利润总额同比下滑 42.5%；受下游需求不振影响，产品供需结构有所逆转，化学原料及化学制品制造业和化学纤维制造业利润总额分别同比下滑 25.6% 和 19.8%；受益于产业结构改善、海外布局成效显现以及原材料成本的下降等，橡胶和塑料制品业利润总额同比上升 12%。

表 2：2019 年化工行业主要经济指标（亿元、%）

| 行业             | 行业亏损企业占比 |      | 营业收入     |      | 利润总额    |       |
|----------------|----------|------|----------|------|---------|-------|
|                | 2019     | 同比   | 2019     | 同比   | 2019    | 同比    |
| 石油和天然气开采业      | 35.65    | -5   | 8,675.6  | -0.8 | 1,606.1 | 1.8   |
| 石油加工、煤炭及核燃料加工业 | 25.91    | 3.52 | 48,378.3 | 4    | 1,279   | -42.5 |
| 化学原料及化学制品制造业   | 16.77    | 1.12 | 65,776.2 | -1   | 3,481   | -25.6 |
| 化学纤维制造业        | 22.11    | 3.87 | 8,571.2  | 4    | 311     | -19.8 |

|          |       |        |           |      |         |        |
|----------|-------|--------|-----------|------|---------|--------|
| 橡胶和塑料制品业 | 13.77 | -0.007 | 25,426.1  | 2    | 1,374.8 | 12     |
| 化工行业     | 16.19 | 0.005  | 156,827.4 | 1.29 | 8,051.9 | -20.26 |

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

中诚信国际认为，受中美贸易摩擦的不确定性以及疫情等因素影响，2020 年化工产品下游终端需求或将先抑后扬，但大幅改善的难度较大，行业景气度将承受一定压力。

### 2019 年中化涪陵厂址搬迁令公司磷肥产能下降较多，整体产能利用率亦有所下降

截至 2020 年 3 月末，公司通过下属控股企业拥有氮肥产能 30 万吨/年、复合肥产能 193 万吨/年。其中，根据重庆市政府规划及长江环境保护计划，2019 年 8 月重庆市涪陵区人民政府（以下简称“涪陵政府”）与公司签订厂址搬迁协议，子公司中化重庆涪陵化工有限公司（以下简称“中化涪陵”）需要于 2021 年 6 月前将原厂址的土地归还涪陵政府，涪陵政府在收回土地后将对搬迁期间发生的费用和损失给予最高 10 亿元的补偿，2019 年 10 月中化涪陵启动搬迁，老厂所有生产装置关停，导致其磷肥产能减少 74 万吨/年，复合肥产能减少 30 万吨/年。中化涪陵已于 2019 年末在新厂址启动建设年产 20 万吨精细磷酸盐及配套新型专用肥一期工程。2019 年中化农业生态科技（湖北）有限公司（以下简称“中化生态”）年产 50 万吨新型肥料项目一期工程投产试运行，中化新疆生物有限公司（以下简称“新疆生物”）10 万吨水溶肥装置建成投产，令复合肥产能增加 30 万吨/年，水溶肥产能新增 10 万吨/年。同时，公司还参股了阳煤平原化工有限公司、山西晋煤天源化工有限公司、云南三环中化化肥有限公司、甘肃瓮福化工有限责任公司等化肥厂商，自有产能及参股企业产能一定程度上保障了化肥供应，同时通过控制生产成本扩大获利空间。产能利用率方面，2019 由于合成氨市场需求仍较为旺盛，公司减少尿素生产，加大合成氨生产，使得氮肥产能利用率处于较低水平；复合肥行业产能过剩较为严重，加之 2019 年中化生态新增产能令当期产能利用率有所下降。

表 3：公司化肥产能和产量情况（万吨/年，万吨）

| 肥种    | 控股企业 | 最新产能 | 产量   |      |      |          |
|-------|------|------|------|------|------|----------|
|       |      |      | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.1~3 |
| 氮肥    | 中化长山 | 30   | 19   | 8    | 6    | 2        |
| 磷肥    | 中化涪陵 | -    | 74   | 69   | 58   | -        |
|       | 中化涪陵 | -    | 30   | 29   | 15   | -        |
|       | 山东肥业 | 70   | 46   | 41   | 41   | 13       |
| 复合肥   | 中化生态 | 58   | 8    | 9    | 11   | 3        |
|       | 中化长山 | 35   | 8    | 12   | 16   | 9        |
|       | 中化智胜 | 20   | 8    | 7    | 6    | 2        |
|       | 中化烟台 | 10   | 1    | 1    | 2    | 0.3      |
| 复合肥小计 |      | 193  | 101  | 99   | 91   | 27.3     |
| 水溶肥   | 新疆生物 | 10   | --   | --   | 2    | -        |
| 合计    |      | 233  | 194  | 176  | 157  | 29.3     |

资料来源：公司提供

中化云龙有限公司（以下简称“中化云龙”）拥有 3 亿吨品位较高的磷矿资源和 60 万吨/年磷矿采选能力，目前产能接续项目第一期已建设完成并转入固定资产，第二期项目辅助斜坡道西翼工程 2020 年 3 月已获中化集团批准，根据项目初步设计可采储量为 897.97 万吨，磷矿品位约为 26%，可服务年限为 11 年。中化云龙所生产磷矿石全部用于其高磷饲料级磷酸氢钙的生产，截至 2020 年 3 月末饲料钙产能保持 30 万吨/年，2019 年饲料钙产销量平稳增长，产能利用率和产销率仍处于较高水平。

表 4：公司磷矿开产和饲料钙产销情况（万吨）

|        | 2017  | 2018  | 2019  |
|--------|-------|-------|-------|
| 磷矿石开采量 | 33.93 | 62.05 | 69.52 |
| 饲料钙产量  | 30.62 | 32.00 | 32.49 |
| 饲料钙销量  | 30.07 | 31.65 | 32.92 |

资料来源：公司提供

### 公司与上游供应商保持长期稳定合作关系且独家代理部分产品国内销售，保障了货源的稳定供应，2019 年继续加强集中采购力度，采购效率和议价能力提升

公司通过自产以及与参股企业签订长期采购合同取得部分货源，并与国内外大型化肥厂商建立了长期稳定合作关系，保证化肥供应稳定。2019 年

公司继续加大氮肥和磷肥的集中采购力度，采购效率和议价能力提升。钾肥采购方面，公司主要通过原股东中化集团从国外进口<sup>1</sup>，中化集团是我国每年钾肥进口价格谈判的重要代表，目前已与 Canpotex 续签了 2018~2020 年的进口合作备忘录，独家代理国内加红钾销售；与 APC 续签了 2020~2022 年三年独家代理合作备忘录；与乌拉尔钾肥公司签有海运钾 2016~2020 年合作备忘录及陆运钾 2020~2024 年合作备忘录，保证了未来的钾肥供应。复合肥方面，国内采购主要区域仍集中于黑龙江、江苏、北京等地，均从外部经销商进行采购；国外采购方面，公司与国外主要复合肥供应商 YARA 和 EUROCHEM 签订了长期合约，负责 YARA 产品在山东等北方区域的独家代理销售，以及 EUROCHEM“狮马牌”含硫复合肥产品在中国市场的独家代理销售。

2019 年氮肥和钾肥采购量持续增长，磷肥和复合肥采购量小幅下降。中诚信国际认为，公司与国内外大型化肥厂商保持稳定合作关系，提高集中采购占比，并通过中化集团进口钾肥及取得部分产品国内销售独家代理权，对稳定货源供应及获取有利的采购价格有较强的支撑作用。

表 5：公司化肥采购情况（万吨，元/吨）

|     | 2017          | 2018  | 2019  | 2020.1-3 |
|-----|---------------|-------|-------|----------|
| 氮肥  | 外购量           | 320   | 356   | 383      |
|     | 其中：参股企业采购量    | -     | -     | 21       |
|     | 纯外部采购量        | 320   | 356   | 362      |
|     | 采购均价          | 1,210 | 1,454 | 1,500    |
| 磷肥  | 外购量           | 213   | 213   | 184      |
|     | 其中：参股企业采购量    | 72    | 64    | 110      |
|     | 纯外部采购量        | 141   | 149   | 74       |
|     | 采购均价          | 1,656 | 2,208 | 2,127    |
| 钾肥  | 采购量           | 272   | 284   | 340      |
|     | 其中：与盐湖股份约定采购量 | 72    | 58    | 56       |
|     | 外购量           | 126   | 161   | 142      |
| 复合肥 | 其中：国内采购量      | 63    | 78    | 68       |
|     | 国外进口量         | 63    | 83    | 74       |
|     | 国内采购均价        | 1,626 | 1,906 | 1,802    |
|     | 进口采购均价        | 3,170 | 3,284 | 3,565    |
|     |               | 3,550 |       |          |

资料来源：公司提供

## 公司继续推进 DTS 分销渠道建设，加密终端网点布局，通过强化技术服务提升渠道服务能力；2019 年钾肥销量下降令化肥销量小幅减少，差异化产品销量增长较快且占比提升有利于减轻行业景气变化对盈利的影响

销售方面，公司基础肥种（氮肥、磷肥和钾肥）采取直销和分销相结合的销售方式，农用化肥主要通过分销网络，销售到乡镇级客户和种植大户，工业化肥则主要采用直销模式，2019 年氮肥直销占比提高，有效降低了物流费用和运输成本，提高了氮肥产品的盈利能力。2019 年 6 月，公司启动肥易通项目，肥易通电商平台为上下游供应商及客户提供一手市场行情及快捷的行业资讯，推动基础肥业务从购销模式向平台服务商模式转型。复合肥及新型肥料销售方面，2019 年公司继续推进 DTS 分销渠道建设，并坚持技术服务营销模式，提升产品竞争力和影响力，同时调整产品结构，提高差异化产品销量及占比。2019 年公司与中粮集团有限公司、中石油昆仑好客有限公司等大型央企构建战略合作关系，加密终端网点布局，截至 2020 年 3 月末在全国共有分公司 18 家、超过 4 万家分销网点，分销网络覆盖全国 95%以上的耕地面积，在华北、华中、华南地区与 4,000 余家当地经销商维持长期合作关系，并通过引进农技专业人才强化技术服务能力，2019 年建成智能配肥站 350 座，渠道服务能力进一步提升，分销优势明显。

2019 年氮肥和磷肥受益于采购储备的支撑，销量同比增长，差异化复合肥销量增长较快亦推动复合肥销量增长；当年钾肥销量同比下降 33%，主要系下游客户以需定采，减少库存规模所致。销售价格方面，2019 年随着国家大力推行供给侧改革及减肥增效，农业种植结构加速调整，主粮种植面积下降，造成化肥行业供过于求，主要化肥品种市场价格持续下降，公司通过调整产品结构，向环保型、高效性肥料转变，加强高端复合肥、差异化氮肥、新型磷肥等高附加值产品的销售，当年差异化产品

权划转不影响钾肥进口及对国外化肥的代理销售。

<sup>1</sup> 公司与原股东中化集团及国外钾肥供应商签订了三方协议，公司股

销量 76.39 万吨，同比增长 31.87%，差异化产品销售价格相对普通品种较高，对产品价格起到一定支撑作用；同时由于进口钾肥销售比例提升，其价格高于国产钾肥，令当期钾肥销售均价提升较多；由于 2019 年春耕期间氮肥价格回升，公司加强合同签订和销售，氮肥全年销售均价有所提高。2020 年一季度，受疫情影响，化肥价格下跌幅度较大，对公司盈利造成不利影响。

表 6：公司化肥销售情况（万吨，元/吨）

|    |       | 2017  | 2018  | 2019  | 2020.1~3 |
|----|-------|-------|-------|-------|----------|
| 氮肥 | 销量    | 292   | 339   | 354   | 107      |
|    | 其中：自产 | 20    | 7     | 2     | 5        |
|    | 外购    | 272   | 332   | 352   | 102      |
|    | 销售均价  | 1,223 | 1,438 | 1,566 | 1,374    |
| 磷肥 | 销量    | 213   | 206   | 225   | 61       |
|    | 其中：自产 | 72    | 61    | 53    | -        |
|    | 外购    | 141   | 145   | 172   | 61       |
|    | 销售均价  | 1,678 | 2,336 | 2,133 | 1,959    |
| 钾  | 销量    | 226   | 273   | 184   | 53       |

表 7：截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

| 在建项目名称                               | 计划总投资 | 累计投资  | 2020 年 4~12 月计划投资 |
|--------------------------------------|-------|-------|-------------------|
| 中化吉林长山化工有限公司尿素生产装置节能降耗改扩建项目          | 11.98 | 12.50 | -                 |
| 以则村磷石膏渣库工程项目                         | 0.50  | 0.06  | 0.08              |
| 没租哨磷矿 60 万吨/年产能接续项目                  | 0.31  | -     | -                 |
| 湖北中化东方肥料有限公司年产 50 万吨新型肥料项目           | 2.92  | 1.84  | 0.43              |
| 20 万吨/年精细磷酸盐及配套新型专用肥项目一期工程           | 32.91 | 0.40  | 10.52             |
| 中化农业（新疆）生物科技有限公司年产 10 万吨年新型肥料项目（疏勒）  | 0.47  | 0.27  | 0.20              |
| 中化农业（新疆）生物科技有限公司年产 10 万吨年新型肥料项目（玛纳斯） | 0.47  | 0.27  | 0.20              |
| 合计                                   | 49.56 | 15.34 | 11.43             |

资料来源：公司提供

## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年一季报，财务数据为报告期末数。中诚信国际将公司 2019~2020 年 3 月末“其他流动负债”中的超短期融资券调整至短期债务进行分析。

**2019 年公司营业总收入与上年基本持平，通过加大战略采购和差异化产品销售力度等，营业毛利率提升，期间费用率降低，盈利能力增强**

2019 年公司营业总收入与上年基本持平，其中

|     |       |       |       |       |       |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|
| 肥   | 销售均价  | 1,727 | 1,651 | 2,088 | 1,966 |
| 复合肥 | 销量    | 215   | 224   | 236   | 59    |
|     | 其中：自产 | 85    | 75    | 71    | 32    |
|     | 外购    | 130   | 149   | 165   | 27    |
|     | 销售均价  | 2,243 | 2,629 | 2,560 | 2,235 |

注：表中数据为财务口径数据。

资料来源：公司提供

## 在建项目尚需投资规模较大，或面临一定投资压力

截至 2020 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资 49.56 亿元，已投资 15.34 亿元，尚需投资 34.22 亿元，存在一定投资压力。其中 20 万吨/年精细磷酸盐及配套新型专用肥项目一期工程采用目前最先进成熟的半水-二水法工艺，生产高端精细磷酸盐及高端专用肥产品，将新增年产 20 万吨高品质精细磷酸盐装置、年产 70 万吨新型专用肥产能、年产 90 万吨磷石膏综合利用产能，预计于 2022 年投产。

受市场需求疲软影响，钾肥销量减少导致钾肥收入有所下降。2020 年一季度受疫情影响，营业总收入同比下降 15.00%。

2019 年加大战略采购和差异化产品销售力度，同时其他业务中的合成氨收入占比和销售均价上升，令公司营业毛利率进一步提升；当期磷肥板块毛利下降主要系公司对磷肥供应商采用票据结算方式以延长账期，采购价格有所上升所致。2020 年一季度，其他业务受硫磺等其他产品价格下降幅度较大影响，毛利率有所下滑。



表 8：公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

| 收入    | 2017   | 2018   | 2019   | 2020.1~3 |
|-------|--------|--------|--------|----------|
| 氮肥板块  | 35.73  | 48.74  | 55.45  | 14.71    |
| 磷肥板块  | 35.74  | 48.13  | 48.00  | 11.95    |
| 钾肥板块  | 39.05  | 45.07  | 38.42  | 10.42    |
| 复合肥板块 | 48.23  | 58.90  | 60.43  | 13.19    |
| 其他    | 17.44  | 27.79  | 25.93  | 6.33     |
| 营业总收入 | 176.19 | 228.63 | 228.23 | 56.60    |
| 毛利率   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020.1~3 |
| 氮肥板块  | 1.17   | 2.67   | 2.82   | 3.20     |
| 磷肥板块  | 7.67   | 7.97   | 4.85   | 4.48     |
| 钾肥板块  | 9.12   | 6.71   | 9.02   | 12.85    |
| 复合肥板块 | 8.95   | 8.53   | 7.19   | 8.71     |
| 其他    | 9.37   | 16.23  | 29.07  | 16.04    |
| 营业毛利率 | 7.19   | 7.74   | 8.43   | 7.97     |

注：其他收入主要包括合成氨、水溶肥、特种肥、饲料和农药等产品销售收入。

资料来源：公司提供

2019 年得益于客户自提方式销售的比例提升，运输费、装卸费等同比减少，销售费用减少带动期间费用率下降，期间费用控制能力提升。2020 年一季度，期间费用率进一步下降。

得益于毛利率提升以及期间费用率下降，2019 年公司经营性业务利润大幅提升，EBITDA 利润率和总资产收益率亦随之提高，盈利能力增强。

表 9：公司盈利能力相关指标（亿元、%）

|                 | 2017   | 2018  | 2019  | 2020.3 |
|-----------------|--------|-------|-------|--------|
| 销售费用            | 8.15   | 9.05  | 8.14  | 2.00   |
| 管理费用（含研发费用）     | 7.46   | 5.50  | 5.57  | 1.28   |
| 财务费用            | 3.18   | 0.84  | 1.32  | -0.12  |
| 期间费用合计          | 18.79  | 15.39 | 15.03 | 3.16   |
| 期间费用率           | 10.66  | 6.73  | 6.59  | 5.59   |
| 经营性业务利润         | -6.19  | 2.09  | 4.09  | 1.28   |
| 资产减值损失（含信用减值损失） | 10.31  | 0.12  | 0.26  | -      |
| 投资收益（损失）        | -8.02  | 1.30  | 0.99  | 0.03   |
| 利润总额            | -24.22 | 3.32  | 4.90  | 1.34   |
| 净利润             | -24.33 | 3.70  | 4.84  | 1.32   |
| EBIT            | -20.49 | 5.42  | 6.65  | --     |
| EBITDA          | -16.67 | 8.62  | 9.82  | --     |
| EBITDA 利润率      | -9.46  | 3.77  | 4.30  | --     |
| 总资产收益率          | -9.56  | 2.86  | 4.09  | --     |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2019 年末总资产和总债务减少，盈利改善带动所有者权益增长，财务杠杆率下降；但公司债务均为短期债务，债务结构有待改善**

2019 年末公司总资产同比有所减少，流动资产占比较高。2019 年以来经营获现状况改善，令货币资金持续增长，截至 2020 年 3 月末无使用受限；2019 年预付采购货款减少令期末预付款项下降；存货整体较为稳定，主要为库存商品；其他流动资产为给关联方的委托贷款和待抵扣增值税进项税，2019 年随着部分委托贷款的收回，期末对关联方委托贷款减少至 9.20 亿元。中化涪陵于 2019 年 11 月开始拆除厂房和设备，并将拆除后用于建设新厂的厂房和设备的账面金额转入在建工程，将拆迁后处置的厂房和设备以及土地使用权转入其他非流动资产，导致当年末固定资产减少，在建工程和其他非流动资产增加；无形资产主要为采矿权和土地使用权，随着摊销而逐年减少。2020 年 3 月末，因货币资金增加，公司总资产有所增长。

2019 年公司偿还到期债券等令期末负债和债务规模同比下降；2020 年一季度，公司增加短期借款和超短期融资券融资规模，且应付账款和预收款项略有增长，总负债随之上升。公司债务全部由短期债务构成，债务结构有待改善。

随着盈利不断改善，利润积累令 2019 年以来所有者权益持续增长；因前期经营性业务亏损以及确认资产减值损失，2020 年 3 月末未弥补亏损为 58.60 亿元。2019 年末债务规模下降推动公司财务杠杆率下降，2020 年 3 月末债务增加令其小幅回升。

表 10：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元、%）

|             | 2017   | 2018   | 2019   | 2020.3 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金        | 2.62   | 10.39  | 15.85  | 43.34  |
| 预付款项        | 14.28  | 19.10  | 13.91  | 17.73  |
| 存货          | 50.00  | 49.76  | 50.23  | 39.96  |
| 其他流动资产      | 10.52  | 23.28  | 12.80  | 8.79   |
| 流动资产        | 160.90 | 110.92 | 102.20 | 117.70 |
| 长期股权投资      | 8.92   | 9.27   | 8.88   | 9.23   |
| 固定资产        | 21.14  | 20.61  | 15.38  | 15.10  |
| 在建工程        | 3.12   | 4.13   | 8.55   | 9.01   |
| 无形资产（含开发支出） | 11.06  | 10.58  | 9.81   | 9.71   |
| 其他非流动资产     | -      | -      | 5.91   | 6.36   |
| 总资产         | 213.91 | 165.53 | 160.01 | 176.29 |
| 总负债         | 166.24 | 113.59 | 104.01 | 118.97 |

|        |       |       |       |       |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 短期债务   | 25.39 | 58.35 | 49.68 | 55.94 |
| 总债务    | 75.34 | 58.35 | 49.68 | 55.94 |
| 所有者权益  | 47.67 | 51.94 | 56.00 | 57.32 |
| 资产负债率  | 77.72 | 68.62 | 65.00 | 67.48 |
| 总资本化比率 | 61.25 | 52.91 | 47.01 | 49.39 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2019 年以来经营获现能力明显改善，各项偿债指标显著优化，但仍面临一定短期偿债压力

2019 年由于加强销售回款管理以及预付采购款减少等，经营获现能力大幅改善；当期因关联方偿还借款，投资活动现金流仍为净流入；因偿债规模较大，当年筹资活动现金流呈净流出状态。2020 年一季度，由于钾肥进口合同签订较晚，公司采购力度减弱，同时春耕需求令销售回款速度加快，经营活动现金净流入较多；融资规模增加使其筹资活动现金流转为净流入。

得益于盈利及获现能力改善，2019 年各项偿债指标显著改善，EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力增强。但公司短期债务规模相对较大，货币等价物对短期债务的保障能力较弱，面临一定短期偿债压力。

表 11：公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

|               | 2017   | 2018   | 2019   | 2020.3 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动净现金流      | -12.99 | -12.79 | 15.61  | 17.29  |
| 投资活动净现金流      | 20.53  | 33.56  | 4.17   | 5.50   |
| 筹资活动净现金流      | -9.25  | -18.01 | -12.36 | 4.71   |
| EBITDA 利息保障倍数 | -4.45  | 4.09   | 5.07   | --     |
| 经营活动净现金流/利息支出 | -3.47  | -6.07  | 8.06   | --     |
| 总债务/EBITDA    | -4.52  | 6.77   | 5.06   | --     |
| 经营活动净现金流/总债务  | -0.17  | -0.22  | 0.31   | 1.24*  |
| 货币等价物/短期债务    | 0.18   | 0.30   | 0.40   | 0.77   |

注：带\*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 备用流动性充足，能够为偿债提供支持

备用流动性方面，截至 2020 年 3 月末，公司获得授信额度总计 158.50 亿元，其中未使用的授信额度为 126.00 亿元，备用流动性充足。

<sup>1</sup> 2020 年 1 月 5 日，中化香港（集团）有限公司与先正达集团签署了《股份转让协议》，同意将其所持有的公司控股股东中化化肥控股有限公司（以下简称“中化化肥控股”）3,698,660,874 股股份转让给先正达集团或其一个或多个关联方，涉及的总代价为 1 美元。2020

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产包括抵押的固定资产和无形资产，账面价值合计 0.04 亿元，受限资产规模小。

或有负债方面，截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保和重大未决诉讼。

**过往债务履约情况：**根据公开资料及公司提供的企业信用报告和相关资料，截至 2020 年 4 月 9 日，公司在公开市场无信用违约记录，借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

## 外部支持

**股权划转前，公司作为骨干央企中化集团农业事业部的主要经营主体之一，在资源协调等方面获得了有力支持；股权划转至中国化工下属公司后，作为农业板块主要的化肥经营主体，依然能在资源协调以及与其他农业板块协同运作等方面获得有力支持**

股权划转前，公司系中化集团农业事业部的主要经营主体之一，其对公司支持意愿较强。中化集团系国务院国资委直接监管的骨干央企，为全球 500 强企业之一，自身实力雄厚，为公司业务发展和融资等方面提供了有力支持。近年在中化集团的支持下，公司构筑了面向全球市场多元化的采购渠道，同时中化集团所拥有的资源和品牌优势也为公司业务发展提供了便利。中化集团还通过内部财务公司或关联企业以借款或委托贷款的形式对公司给予资金支持，在必要时为公司的融资提供担保支持。

2020 年 6 月 17 日，中化化肥控股股权已划转至中国化工的间接全资附属公司中国农化香港且为先正达集团的关联方<sup>1</sup>。2020 年 5 月，国家发展改革委对先正达集团收购中国农化香港 100%股权项目予以备案。中国化工系国务院国资委直接监管

年 6 月 17 日，上述股权划转已完成，中国化工的间接全资附属公司及先正达集团的关联方中国农化（香港）控股有限公司持有中化化肥控股 52.65%股份，中化化肥控股仍间接持有公司 100%股份，公司成为中国化工下属公司，实际控制人仍为国务院国资委。

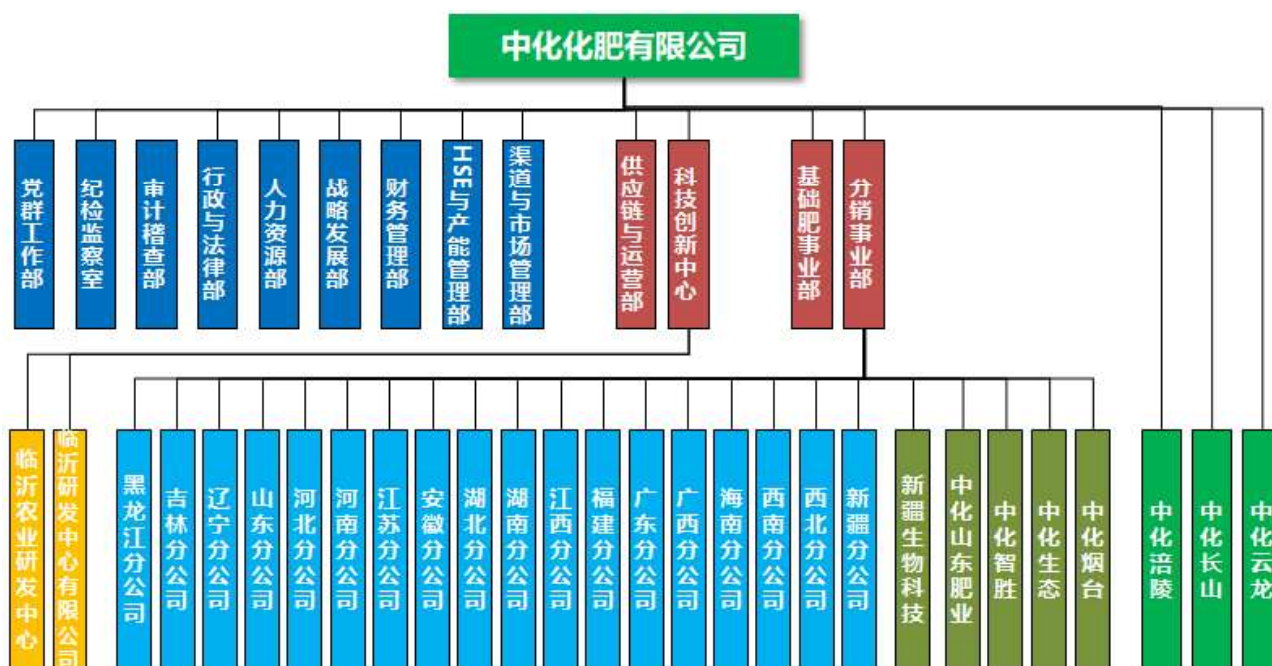
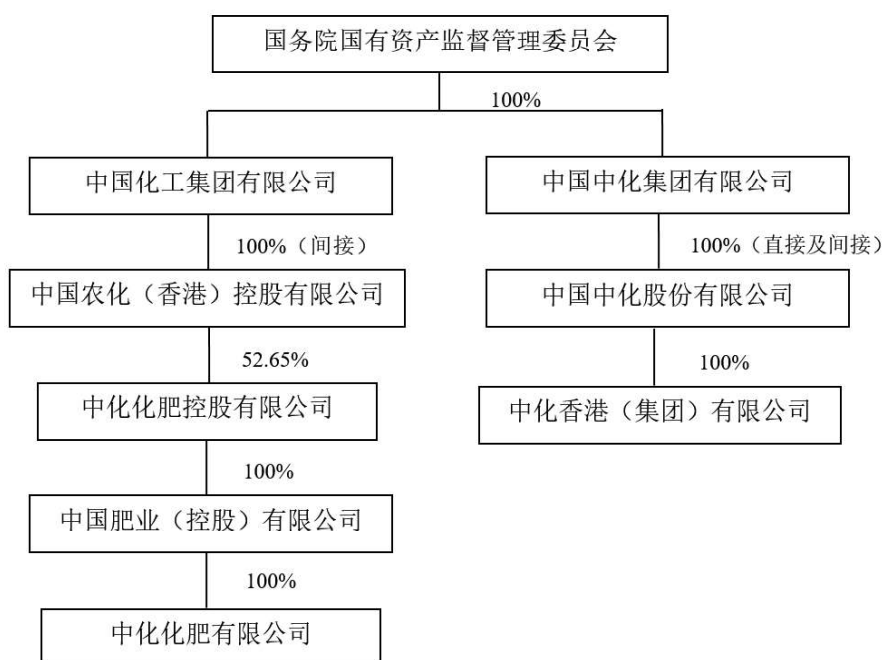


的骨干央企，2019 年位列世界 500 强第 144 位，具备很强的市场竞争力和经营实力，支持能力很强。先正达集团是中国化工旗下的农业板块运营主体，涉及农药、化肥和种子等业务，在技术、平台和品牌等方面具有优势。公司是中国化工旗下化肥板块的主要经营主体，在中国化工的统筹管理下，公司可在技术、品牌等资源协调以及与其他农业板块协同运作上等方面获得有力支持。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持中化化肥有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

## 附一：中化化肥有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 6 月 17 日）



资料来源：公司提供

## 附二：中化化肥有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元）       | 2017         | 2018         | 2019         | 2020.3       |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金              | 26,172.46    | 103,937.52   | 158,458.84   | 433,403.43   |
| 应收账款净额            | 3,756.00     | 3,484.96     | 4,145.03     | 17,682.13    |
| 其他应收款             | 10,207.08    | 11,554.13    | 13,071.07    | 14,776.93    |
| 存货净额              | 499,979.59   | 497,552.04   | 502,264.06   | 399,559.82   |
| 长期投资              | 119,938.15   | 92,650.82    | 117,099.79   | 120,628.66   |
| 固定资产              | 211,448.99   | 206,070.55   | 153,815.70   | 151,028.41   |
| 在建工程              | 31,199.80    | 41,276.38    | 85,476.25    | 90,080.57    |
| 无形资产              | 110,619.27   | 105,795.44   | 98,122.16    | 97,111.72    |
| 总资产               | 2,139,083.38 | 1,655,329.73 | 1,600,076.98 | 1,762,851.19 |
| 其他应付款             | 45,847.16    | 55,341.43    | 58,608.19    | 57,734.25    |
| 短期债务              | 253,862.35   | 583,508.83   | 496,812.99   | 559,415.38   |
| 长期债务              | 499,553.50   | -            | -            | -            |
| 总债务               | 753,415.85   | 583,508.83   | 496,812.99   | 559,415.38   |
| 净债务               | 727,243.39   | 479,571.31   | 338,354.15   | 126,011.96   |
| 总负债               | 1,662,432.99 | 1,135,933.59 | 1,040,070.19 | 1,189,658.90 |
| 费用化利息支出           | 37,331.18    | 21,011.08    | 17,542.69    | --           |
| 资本化利息支出           | 137.52       | 82.04        | 1,841.24     | --           |
| 所有者权益合计           | 476,650.38   | 519,396.14   | 560,006.79   | 573,192.28   |
| 营业总收入             | 1,761,913.58 | 2,286,334.35 | 2,282,314.00 | 565,979.80   |
| 经营性业务利润           | -61,871.73   | 20,920.69    | 40,919.24    | 12,845.05    |
| 投资收益              | -80,240.22   | 12,954.98    | 9,925.59     | 264.99       |
| 净利润               | -243,250.62  | 36,985.00    | 48,356.40    | 13,185.50    |
| EBIT              | -204,883.64  | 54,182.99    | 66,516.88    | --           |
| EBITDA            | -166,718.23  | 86,182.10    | 98,197.84    | --           |
| 经营活动产生现金净流量       | -129,933.95  | -127,949.05  | 156,138.18   | 172,915.75   |
| 投资活动产生现金净流量       | 205,324.68   | 335,569.83   | 41,674.76    | 54,969.48    |
| 筹资活动产生现金净流量       | -92,529.81   | -180,110.29  | -123,569.39  | 47,062.24    |
| 资本支出              | 28,191.81    | 48,581.27    | 82,748.92    | 6,100.52     |
| 财务指标              | 2017         | 2018         | 2019         | 2020.3       |
| 营业毛利率(%)          | 7.19         | 7.74         | 8.43         | 7.97         |
| 期间费用率(%)          | 10.66        | 6.73         | 6.59         | 5.59         |
| EBITDA 利润率(%)     | -9.46        | 3.77         | 4.30         | --           |
| 总资产收益率(%)         | -9.56        | 2.86         | 4.09         | --           |
| 净资产收益率(%)         | -43.11       | 7.43         | 8.96         | 9.31*        |
| 流动比率(X)           | 1.43         | 1.01         | 1.02         | 1.02         |
| 速动比率(X)           | 0.98         | 0.56         | 0.52         | 0.67         |
| 存货周转率(X)          | 3.72         | 4.23         | 4.18         | 4.62*        |
| 应收账款周转率(X)        | 114.41       | 631.50       | 598.25       | 207.44*      |
| 资产负债率(%)          | 77.72        | 68.62        | 65.00        | 67.48        |
| 总资本化比率(%)         | 61.25        | 52.91        | 47.01        | 49.39        |
| 短期债务/总债务(%)       | 33.69        | 100.00       | 100.00       | 100.00       |
| 经营活动净现金流/总债务(X)   | -0.17        | -0.22        | 0.31         | 1.24*        |
| 经营活动净现金流/短期债务(X)  | -0.51        | -0.22        | 0.31         | 1.24*        |
| 经营活动净现金流/利息支出(X)  | -3.47        | -6.07        | 8.06         | --           |
| 经调整的经营净现金流/总债务(%) | -22.91       | -25.65       | 27.67        | --           |
| 总债务/EBITDA(X)     | -4.52        | 6.77         | 5.06         | --           |
| EBITDA/短期债务(X)    | -0.66        | 0.15         | 0.20         | --           |
| EBITDA 利息保障倍数(X)  | -4.45        | 4.09         | 5.07         | --           |
| EBIT 利息保障倍数(X)    | -5.47        | 2.57         | 3.43         | --           |

注：1、2020 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入“其他流动负债”的超短期融资券调整至短期债务，将“合同负债”计入“预收款项”，将“开发支出”计入“无形资产”；3、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

| 指标   | 计算公式                                                                                    |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| 资本结构 | 现金及其等价物（货币等价物）<br>=货币资金（现金）+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                                 |
|      | 长期投资<br>=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资                                                        |
|      | 短期债务<br>=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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项                   |
|      | 长期债务<br>=长期借款+应付债券+其他债务调整项                                                              |
|      | 总债务<br>=长期债务+短期债务                                                                       |
|      | 净债务<br>=总债务-货币资金                                                                        |
|      | 资产负债率<br>=负债总额/资产总额                                                                     |
|      | 总资本化比率<br>=总债务/（总债务+所有者权益合计）                                                            |
| 经营效率 | 存货周转率<br>=营业成本/存货平均净额                                                                   |
|      | 应收账款周转率<br>=营业收入/应收账款平均净额                                                               |
|      | 现金周转天数<br>=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）       |
| 盈利能力 | 营业毛利率<br>=（营业收入-营业成本）/营业收入                                                              |
|      | 期间费用率<br>=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入                                                   |
|      | 经营性业务利润<br>=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益 |
|      | EBIT（息税前盈余）<br>=利润总额+费用化利息支出                                                            |
|      | EBITDA（息税折旧摊销前盈余）<br>=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销                                           |
|      | 总资产收益率<br>=EBIT/总资产平均余额                                                                 |
|      | 净资产收益率<br>=净利润/所有者权益合计平均值                                                               |
|      | EBIT 利润率<br>=EBIT/当年营业总收入                                                               |
| 现金流  | EBITDA 利润率<br>=EBITDA/当年营业总收入                                                           |
|      | 资本支出<br>=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金                                                        |
|      | 经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）<br>=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金                                |
|      | FCF<br>=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金                              |
|      | 留存现金流<br>=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）   |
| 偿债能力 | 流动比率<br>=流动资产/流动负债                                                                      |
|      | 速动比率<br>=（流动资产-存货）/流动负债                                                                 |
|      | 利息支出<br>=费用化利息支出+资本化利息支出                                                                |
|      | EBITDA 利息保障倍数<br>=EBITDA/利息支出                                                           |
|      | EBIT 利息保障倍数<br>=EBIT/利息支出                                                               |

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级的符号及定义

| 主体等级符号 | 含义                                  |
|--------|-------------------------------------|
| AAA    | 受评对象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     | 受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。  |
| A      | 受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。  |
| BBB    | 受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。   |
| BB     | 受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。  |
| B      | 受评对象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    | 受评对象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     | 受评对象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      | 受评对象不能偿还债务。                         |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

| 中长期债券等级符号 | 含义                            |
|-----------|-------------------------------|
| AAA       | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA        | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。  |
| A         | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。  |
| BBB       | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。   |
| BB        | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。  |
| B         | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。    |
| CCC       | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。     |
| CC        | 基本不能保证偿还债券。                   |
| C         | 不能偿还债券。                       |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

| 短期债券等级符号 | 含义                       |
|----------|--------------------------|
| A-1      | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2      | 还本付息风险较小，安全性较高。          |
| A-3      | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B        | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。       |
| C        | 还本付息风险很高，违约风险较高。         |
| D        | 不能按期还本付息。                |

注：每一个信用等级均不进行微调。