

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《中化化肥有限公司主體信用評級報告及跟蹤評級安排》，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
王紅軍

香港，二零一五年十月十二日

於本公告日期，本公司執行董事為王紅軍先生（首席執行官）及楊宏偉先生；本公司非執行董事為劉德樹先生（主席）、楊林先生、Stephen Francis Dowdle博士及項丹丹女士；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



信用等级通知书

信评委函字[2015]0175M号

中化化肥有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**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

信用评级委员会

二零一五年六月十八日

2015 年度中化化肥有限公司主体信用评级报告

受评主体 中化化肥有限公司
主体信用等级 AAA
评级展望 稳定

概况数据

中化化肥	2012	2013	2014	2015.3
总资产(亿元)	258.70	231.53	246.26	249.59
所有者权益(亿元)	100.08	93.51	92.33	93.44
总负债(亿元)	158.62	138.03	153.93	156.15
总债务(亿元)	41.48	39.45	36.85	50.28
营业总收入(亿元)	407.54	345.47	281.00	80.64
EBIT(亿元)	11.52	-1.62	1.88	--
EBITDA(亿元)	16.49	1.84	5.38	--
经营活动净现金流(亿元)	9.84	2.49	17.98	6.13
营业毛利率(%)	5.44	3.37	4.43	6.65
EBITDA/营业总收入(%)	4.05	0.53	1.92	--
总资产收益率(%)	4.23	-0.66	0.79	--
资产负债率(%)	61.31	59.61	62.51	62.56
总资本化比率(%)	29.30	29.67	28.52	34.98
总债务/EBITDA(X)	2.52	21.44	6.85	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.87	0.79	4.40	--

注：公司 2012~2015 年一季度财务报告均按照新会计准则编制；2015 年一季度财务报表未经审计；所有者权益包含少数股东权益；中诚信国际将公司其他流动负债中的短期融资券调整至短期借款科目进行分析。

分析师

项目负责人：徐文勇 wyxu@ccxi.com.cn

项目组成员：杨飞 fyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2015 年 6 月 18 日

基本观点

中诚信国际评定中化化肥有限公司（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的优势、作为国内最大钾肥经销企业的竞争优势以及股东在化肥采购等方面较大的支持力度等优势。同时，中诚信国际也关注到化肥产品价格周期性变动以及公司盈利能力波动较大等因素对公司整体信用状况的影响。

优势

- **产供销一体化优势明显。**公司参股多家国内化肥生产企业，化肥供应稳定。此外，公司拥有全国最大的农资产品分销网络，在全国建有分销中心 2,000 余家，产供销一体化优势突出，是国内最大的化肥流通企业。
- **钾肥业务实力突出。**公司是国内最大的钾肥经销企业，与国内外主要钾肥供应商保持稳定的合作关系，公司持有我国最大的钾肥生产企业青海盐湖工业股份有限公司（以下简称“盐湖股份”）8.94%的股份。近年来公司钾肥销量保持国内领先地位。
- **股东支持。**公司是实际控制人中国中化集团公司（以下简称“中化集团”）经营化肥等农业相关产品业务的主体单元，在中化集团的支持下，公司与国内外主要化肥供应商保持长期合作，化肥采购和议价能力较强。

关注

- **化肥价格周期性较强。**受原材料价格、生产运输成本、经济环境、关税政策等因素影响，近几年化肥价格波动较大，对公司经营稳定性产生不利影响。
- **盈利能力波动较大。**近年来，受到化肥价格大幅波动影响，公司盈利能力呈大幅波动态势，2012~2014 及 2015 年一季度，公司利润总额分别为 8.14 亿元、-3.95 亿元、0.66 亿元和 1.52 亿元。

声明

一、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。

二、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。

三、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。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、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。

六、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。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的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

公司概况

中化化肥前身是中国国际化肥贸易公司，1993年4月经商务部批准成立，系中化集团下属的专门从事中国化肥进口独家代理业务的全资子公司。2005年1月，公司变更为中国肥业（控股）有限公司出资设立的外商独资企业，名称变更为“中化化肥有限公司”。2005年7月，中化化肥控股有限公司（股票代码：00297，以下简称“中化化肥控股”）收购中国肥业（控股）有限公司，并在香港联交所挂牌上市。截至2015年3月末，中化集团持有中化化肥控股52.65%的股权，为公司实际控制人。

公司是中国最大的产供销一体化经营的综合型化肥企业，截至2015年3月末，公司拥有的参控股化肥生产企业化肥生产能力1,198万吨/年，涵盖氮肥、磷肥、钾肥和复合肥四大化肥产品系列。同时，作为中国最大的化肥产品分销商，公司拥有国内规模最大、覆盖范围最广的化肥分销网络体系，分销网点达到2,000余家，覆盖全国主要农业县和超过90%的耕地面积。

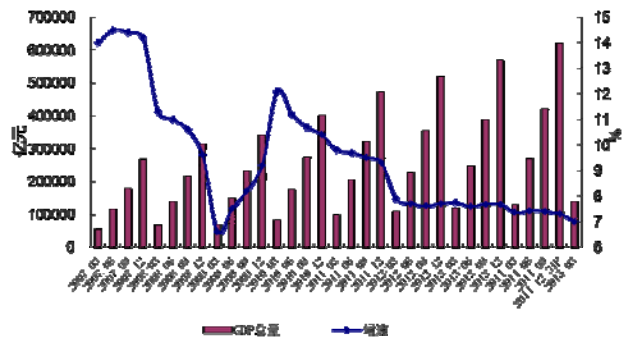
截至2014年末，公司资产总额为246.26亿元，所有者权益为92.33亿元，资产负债率为62.51%；2014年公司营业总收入为281.00亿元，净利润为-0.73亿元，经营活动净现金流为17.98亿元。

截至2015年3月末，公司资产总额为249.59亿元，所有者权益为93.44亿元，资产负债率为62.56%；2015年一季度公司营业总收入为80.64亿元，净利润为1.09亿元，经营活动净现金流为6.13亿元。

宏观经济和政策环境

2015年，受世界经济复苏疲弱、我国增长周期调整、房地产市场降温、产能过剩依然严重等多重因素影响，中国经济增长延续趋缓态势，一季度GDP增长7%，增速较上年同期和去年平均水平分别低0.4个百分点和0.3个百分点，是2009年以来的同期最低水平。未来，随着“一带一路”战略推进、一系列稳增长、促改革措施持续发力，二季度经济下行压力或将得到一定程度的缓解，考虑到基数原因，中诚信预测二季度GDP有望实现7.1%。

图 1：中国 GDP 及其增长



资料来源：国家统计局

从需求角度来看，需求结构呈现投资增长大幅放缓、消费相对稳定，出口改善的特点，基建投资是稳定增长的关键力量。最终消费需求对经济增长的贡献较上年同期有所上升。受房地产调整、制造业需求疲弱等影响，房地产投资、制造业投资增速下降带动整体投资增速递减，基础设施投资增速回升，并保持 20% 以上的高速持续增长；汽车相关的消费增长不及预期，与住房相关的消费以及网络购物、电子商务等新兴消费业态带动消费平稳增长；随着美国、东盟等主要贸易伙伴经济有所改善，出口有所恢复，而受国内需求不足影响，进口贸易状况低于预期，进出口贸易顺差增速进一步改善。从产业来看，受到需求放缓、价格下跌和产能过剩等因素的影响，工业生产总体呈回落态势。从先行指标来看，PMI 指数由年初的低于 50%，逐步企稳于荣枯线，说明制造业虽然持续低迷，但总体略有回升。服务业持续保持高于第二产业的速度发展，产业结构持续优化；物价水平持续走低，通缩压力依然存在。消费者价格指数涨幅降中趋稳，生产领域价格持续低迷，但年内降幅有所收窄。

货币政策方面，一季度央行坚持稳中求进的总基调，继续实施稳健的货币政策，创新调控思路和方式，更加注重松紧适度，适时适度预调微调，为经济结构调整与转型升级营造中性适度的货币金融环境。除了常规的公开市场操作，出台了不对称降准、降息以及 MLF 续作等政策，引导实体经济融资成本下行，适时调整流动性。2015 年一季度，全社会融资总额 4.6 万亿元，比上年同期下降一万亿左右。其中，新增人民币贷款受消费贷下降影响同比减少、非金融企业境内股票融资占比同比有所提升。预计二季度货币政策延续稳中趋松，调控工

具将以总量工具为主，综合考虑中国目前的通胀水平以及经济增长情况，除了已经实施的降准外，预计将有 1 次降息等。此外，资本市场或将小幅调整，而随着利率市场化进程推进，人民币汇率双向波动机制将进一步健全。

财政政策方面，受经济增长趋缓、结构性减税、房地产调整等因素综合影响，我国财政收入增长有所减慢，增速由年初的 5% 回落至一季度的 3.9%。与此同时，受收入增长约束，财政支出增长保持有所下降，一季度中央财政支出增长 7.8%，虽然增速有所放慢，但持续高于财政收入增长，财政收支压力不减。2015 年二季度，预计财政政策将更加积极，加大稳增长力度。一方面，严格执行全年预算额度，通过加大转移支付、增加发债额度、债务置换、盘活存量等加大财政支出，提升财政资金使用效率；另一方面，加快推出 PPP 项目，鼓励社会资本参与基础设施建设，通过城镇化基金模式，拓展新的融资渠道。与此同时，加大结构性减税的力度。

未来，房地产市场调整、财政金融风险、地方政府债务累积以及产能过剩等仍然会对宏观经济、金融稳定带来一定的压力。中诚信国际认为，在“稳增长、低通胀”背景下，基于“稳增长”的需要，社会经济仍然面临较大的调整和再平衡的压力。改革的不断深入有利于实现社会资源的合理配置，协调稳增长与调结构之间的关系，使得社会经济进入新的平衡期。

中央管理层的经济治理在保持经济增长底线的同时，更看重增长质量，以去杠杆化、结构性改革为调控核心。中诚信国际认为，围绕缩小收入差距和要素价格“两大核心”改革，土地征地制度改革、财税金融体制改革、“国退民进”、国有企业改革、政府职能转变、资本市场等重点领域的改革工作都将不断推动。阻碍市场发挥作用的壁垒将进一步打破，垄断行业、特许经营、对外投资等领域的改革将加快推进，市场机制将会进一步发挥作用。全面深化改革将释放新的动力和活力，更最大限度地激发发展的内生动力，为实现新常态下经济社会科学发展提供动力。中诚信国际认为，宏观调控和改革将对我国经济面临的下行压力起到缓解作用，总体上 2015 年中国经济将进一步趋缓。

行业及区域经济环境

化肥行业

化肥是重要的农业生产资料，是农业生产发展和国际粮食安全的重要保障。我国是全球最大的化肥生产国和消费国，化肥产量和消费量约占全球的三分之一。

近年来，我国化肥产量总体保持平稳增长趋势，根据国家统计局数字显示，2013 年我国化肥生产总量达到 7,036.96 万吨，同比增长 3.00%，增速有所回落。其中，氮肥总产量为 4,873.94 万吨，与 2012 年基本持平；磷肥总产量为 1,685.91 万吨，同比增长 7.21%；钾肥总产量为 477.11 万吨，同比增长 18.56%。2014 年以来，受到化肥价格大幅下跌影响，我国化肥企业开工率不断下滑，2014 年我国化肥产量同比下滑 1.47% 至 6933.69 万吨，近年来首次出现年度同比下降。总体来看，我国氮肥和磷肥行业产能过剩局面较为严重，产量增长趋于平稳；钾肥受到资源制约，整体对外依存度较高。

政策方面，2012 年 2 月，工信部发布了《化肥工业“十二五”发展规划》，将行业内企业兼并重组定为“十二五”的重点任务，提出到 2015 年时要逐步形成以大型化肥企业为主导的生产经营格局，鼓励大型企业兼并重组、淘汰落后及建设化肥基地。当前，化肥行业已经逐渐步入整合期，已逐步形成以大型化肥企业为主导的生产经营格局，并向资源产地和优势企业集中。

我国氮肥产能过剩局面已较为严重，近年尿素价格受供需变化影响波动较大，特别是 2013 年以来下跌较为明显

氮肥方面，2014 年，我国氮肥产量（折合氮 100%）为 4,651.65 万吨，同比下降 3.41%，氮肥行业景气度较低。尿素作为含氮量最高的中性速效氮肥，是我国目前用量最大的氮肥品种。

根据中国氮肥工业协会统计，2013 年底国内尿素产能达到 8,070 万吨/年，较 2005 年底增加了 81.06%；2011 年，由于 2010 年尿素需求的大幅减少影响了当年尿素产能的投产，使得全年产能同比基本持平。由于前期建设产能的集中释放，2013 年

当年增加产能 922 万吨/年，同比增幅达 12.90%。2014 年尿素产能新增与退出量基本相当，总产能维持在 8,070 万吨/年左右。

产量方面，2011 年以来，受国内外需求的不断增加，我国尿素产量呈不断上升的趋势，2011~2013 年分别为 5,780 万吨、6,530 万吨和 7,000 万吨，年均复合增长率 10.05%。其中 2011 年天气因素的转好，使得当年尿素需求同比明显增加，2012 年以来，尿素出口量的增加是我国尿素产量增加的重要因素。2014 年以来，我国尿素产量基本保持平稳。

价格方面，近年来由于各种宏观环境因素和自然因素的变化，尿素价格出现了较大幅度的波动。2011~2012 年上半年，受煤炭等原材料价格上升、下游需求增加以及国际尿素价格高位运行的影响，国内尿素价格不断上升，于 2012 年 4 月达到 2,500 元/吨的历史高位。2012 年下半年以来，受市场需求减弱、产能过剩以及煤炭价格下滑等因素的影响，尿素价格呈不断下滑的趋势，截至 2014 年 12 月底，国内尿素价格跌至 1,560 元/吨，较历史最高价格下跌了 37.60%。2015 年以来，受到出口量大幅增长的影响，国内尿素价格小幅回升，截至 2015 年 5 月 20 日，尿素价格为 1,660 元/吨。

图2：近年来中国尿素价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线

总体来看，我国氮肥产能过剩局面已较为严重，近年尿素价格受供需变化影响波动较大，特别是 2013 年以来出现较大幅度的下跌，中诚信国际将持续关注国内尿素价格走势。

我国磷肥产能过剩较为严重，2013 年以来磷肥价格大幅下跌

磷肥是以磷矿石为原料生产的含有作物营养元素磷的化肥，目前磷肥的生产方法以硫酸法为

主，其原理是用硫酸分解磷灰石的坚固结构，并把它转变成可溶的磷酸盐或玻璃体物质（水溶性或枸溶性）。目前生产量最大的磷肥品种是磷酸铵类型肥料，磷酸铵又以磷酸一铵(MAP)和磷酸二铵(DAP)为主。

经过多年发展，我国磷肥产量特别是磷酸一铵(MAP)和磷酸二铵(DAP)产量快速增长，已可实现完全自给。2013 年由于磷肥价格低迷，企业开工负荷不高，全国磷肥产量（国家统计局口径）为 1,633 万吨。随着测土配方施肥的推广和肥料利用率的提高，国内磷肥需求有可能在未来几年达到饱和，出口将成为缓解国内磷肥产能压力的重要渠道。

产能方面，经过改制兼并等方式，磷肥行业集中度显著提高，形成了云天化、瓮福、开磷、湖北宜化、中化等一批大型磷复肥企业集团。我国磷肥行业技术装备水平和生产技术水平已在国际上处于领先，大部分装置的设计和生实现了国产化，磷矿采选、副产品回收和磷石膏处理等技术已达到世界先进水平。

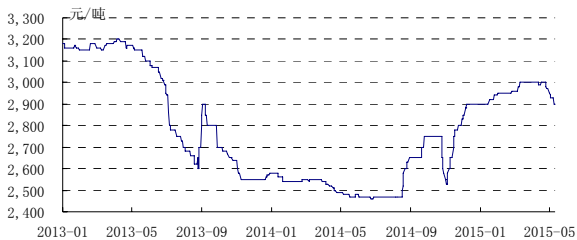
与此同时，磷肥行业也面临产能过剩、行业相对分散、市场无序竞争、环保投入有限及资源开采过度等问题。2013 年末，我国磷酸二铵产能约 1,950 万吨/年，磷酸一铵产能约 1,750 万吨/年，2014 年国内磷铵产能增加较小。近年来，我国化肥施用量增长放缓，而当前部分地区仍在进行磷肥新项目建设，未来产能过剩状况可能进一步加剧。与美国、摩洛哥、突尼斯等产磷国相比，我国磷肥行业仍然较为分散，80%的企业磷酸生产能力不足 10 万吨，未来行业内兼并重组和淘汰落后产能的任务仍然艰巨。

出口方面，长期以来中国实行季节差异的磷肥出口政策，旺季执行较高关税来抑制出口。2014 年，受行业产能过剩影响，我国磷肥出口政策趋于宽松。据海关统计，2014 年我国磷酸二铵出口总量 488.21 万吨，同比增长 27.8%。2015 年，我国进一步放松磷肥出口政策，磷肥出口关税取消淡旺季差异，磷酸一铵(MAP)、磷酸二铵(DAP)全年的出口关税统一调整为 100 元/吨。整体来看，2015 年磷肥出口实际关税将大幅降低，将有利于国内化肥企业消化过剩产能。2015 年内，全球内磷肥投产

产能较小，而主要生产地美国和北非的产能均有所减少，全球磷肥供给受到一定影响，这将有利于我国磷肥的出口。

价格方面，2013年，由于东北地区天气较冷、积雪较多，用肥季节有所推迟，国内库存较多，价格持续走低。另外，在印度磷酸二铵库存过高、卢比贬值和磷肥补贴下降等诸多因素作用下，磷肥价格快速下跌。2014年，尽管中国磷肥关税调整一定程度上降低了出口门槛，2015年一季度，磷酸二铵价格延续2014年下半年走势，最高达到3,000元/吨左右，截至2015年5月，磷酸二铵价格在2,900元/吨左右。

图3：2013年以来我国磷酸二铵价格走势



资料来源：化工在线

总体来看，目前我国磷肥行业产能过剩现象较为严重，近期磷肥价格下跌较多。中诚信国际将持续关注未来磷肥价格走势。

我国钾肥资源匮乏，长期依赖进口

钾肥是农业生产中不可或缺的重要肥料主要包括氯化钾、硫酸钾、硝酸钾以及硫酸钾镁，其中氯化钾由于其养分浓度较高，资源丰富，价格低廉，在农业生产中起主导作用，占所施钾肥数量的95%以上。

钾肥是一个资源受限的行业，钾肥资源分布不均衡，加拿大、俄罗斯和白俄罗斯3个地区的产能占全球总产能的65%。由于钾矿资源的集中分布，世界钾肥市场呈现寡头垄断的格局，主要生产企业集中在北美和前苏联地区，其中乌拉尔公司和加拿大钾肥公司的产能最大，2013年二者产能都在1,300万吨左右，美盛和白俄罗斯钾肥公司的产能也在1,000万吨以上，四大巨头的产能占全球氯化钾总产能的58%左右，行业集中度较高。

我国钾肥资源匮乏，钾矿资源仅占世界总储量的2.2%左右。目前，我国已发现的最大的钾肥资源

是青海柴达木盆地和新疆罗布泊，已探明资源储量分别为3.7亿吨和2.5亿吨。2013年我国钾肥产量为593万吨，近十年年均复合增长率约为13%，2014年我国钾肥产量进一步上升至610万吨。钾肥资源的短缺使得我国钾肥消费缺口较大，对外依存度高，2013年我国氯化钾消费量达到1,380万吨，其中进口量高达604万吨，进口依存度高达44%，2014年进口量同比增长36%至821万吨。

目前，我国钾肥进口实施进口许可证管理制度，进口企业需要进口资质，进口资质分为两种即一般贸易进口资质和边境小额贸易进口资质。我国具有钾肥一般贸易资质的企业主要是中国农业生产资料集团和中国中化集团，我国主要的钾肥进口合同都由这两家企业与国外的钾肥巨头谈判。

总体来看，我国钾矿资源严重匮乏，且伴生成分多，开采成本高，预计未来我国钾肥长期依赖进口的局面难以改变。

关税是我国调控国内化肥市场的主要手段之一，2015年关税政策进一步放松有利于化肥出口

化肥行业是关系农业生产发展和农民切身利益的基础性行业，因此我国实施多项宏观调控政策保障化肥市场稳定，其中关税政策是最重要的调控手段之一。

2014年12月16日，财政部正式发布《2015年关税实施方案》(以下简称“《方案》”)。根据《方案》，尿素和磷铵取消出口淡旺季划分，实施全年统一的出口关税政策，其中尿素由2014年旺季和淡季出口税率分别为15%+40元/吨、40元/吨统一调整至80元/吨；磷酸二铵及磷酸一铵由2014年旺季和淡季出口税率分别为15%+50元/吨、50元/吨统一调整至100元/吨；氮磷二元肥、小包装肥、其他氮肥取消淡旺季划分，出口税率统一调整至5%；其他化肥品种出口税率则维持不变。整体而言，2015年氮肥、磷肥出口关税较2014年有较大幅度下降，新关税政策总体上有利于化肥价格及出口量提高，且由于全年实行统一关税，各月份之间的出口量将较为平均。

2014年，在国内化肥产能过剩的形势下，国家取消了尿素出口基准价，并调低了主要化肥产品的

出口关税，使得 2014 年我国化肥出口量大幅增长。根据中国海关发布的数据显示，2014 年我国共出口矿物肥料及化肥(不含氯化铵和硝酸钾)2,904 万吨，出口金额约合人民币 547.70 亿元，出口量和出口金额分别较 2013 年度增长了 52.8%和 43.1%。随着尿素、磷酸一铵、磷酸二铵及氮磷复合肥税率下调，预计 2015 年化肥出口量将进一步增长。

表 1：2015 年主要化肥品种关税情况

商品名称	2015 暂定税率
尿素	80 元/吨
磷酸一铵	100 元/吨
重过磷酸钙	5%
氯化钾	600 元/吨
三元复合肥	30%
氮磷二元复合肥	5%
磷钾二元复合肥	5%
肥料用氯化铵	5%

资料来源：化工在线

总体来看，2014 年关税下调使得我国化肥出口量大幅增长，2015 年关税政策的进一步放松，预计将有利于氮磷肥出口量的增长。

竞争实力及抗风险能力

产供销一体化发展

公司是我国最大的产供销一体化综合型化肥企业，是国内唯一拥有氮肥、磷肥、钾肥和复合肥四大肥料产品的化肥流通企业。

生产方面，截至 2015 年 3 月末，公司参控股企业拥有氮肥产能 150 万吨/年、钾肥产能 350 万吨/年、磷肥产能 498 万吨/年和复合肥产能 200 万吨/年。

供应方面，公司与国内大型的化肥生产商建立了长期合作关系并与主要化肥供应商保持了良好的合作关系，公司化肥生产基地和采购地区遍布我国主要化肥市场，降低了公司采购、运输和销售成本。化肥进口方面，公司作为中国最大的进口化肥供货商，带领中方谈判小组与国外供应商谈判，签署低价进口合同，并与国际主要化肥供应商建立了战略合作关系，在国内进行产品分销。

化肥销售方面，公司拥有中国规模最大的自检农业投入品分销网络体系，是中国最大的化肥分销

商，拥有全国最广泛的化肥分销网络。截至 2015 年 3 月末，公司在全国设立分公司 17 家，建立分销网点总数 2,000 家以上，合作经营店 459 家。公司分销网络覆盖全国 90%以上的耕地面积。

总体来看，上下游产业链购销体系的完善是公司保持行业领先地位的关键因素。作为国内最大的化肥流通企业，公司拥有较强的经营能力和较高的行业地位。

国内最大的钾肥经销企业

公司是国内最大的钾肥经营企业，其中进口钾肥在全国市场占有率保持在 50%左右，竞争优势显著。

公司实际控制人中化集团是中国最大的钾肥进口商，也是加拿大、约旦、以色列和乌拉尔钾肥在中国市场的独家代理商，并与国际主要钾肥供应商签订了长期进口合作备忘录，拥有稳定的钾肥货源。此外，公司直接持有青海盐湖工业股份有限公司（股票代码：000792）8.94%的股份，中化集团下属子公司中国中化股份有限公司持有其 15.01%的股份。近年来，公司与盐湖股份签订了每年不低于 50 万吨的钾肥供应协议，并每年协议供应量逐步上升，公司可根据实际需要进行钾肥采购，保障了公司钾肥的供应。

股东支持

公司控股股东中化化肥控股为香港上市公司，公司治理规范、融资渠道畅通。截至 2014 年末，中化化肥控股资产总额为 252.11 亿元，净资产为 133.82 亿元；2014 年实现营业总收入 283.11 亿元，净利润 1.34 亿元。中化化肥控股利用海内外平台，实行资金一体化管理，充分利用海外资本市场统筹资金，有利于降低融资成本，提高资金使用效率。中化化肥将受益于中化化肥控股海内外资金运作一体化管理，提高自身综合抗风险能力。

公司实际控制人中化集团是国务院国资委监管的国有重要骨干企业，为全球 500 强企业之一。中化集团资产雄厚，盈利能力强，融资渠道畅通，整体抗风险能力强。

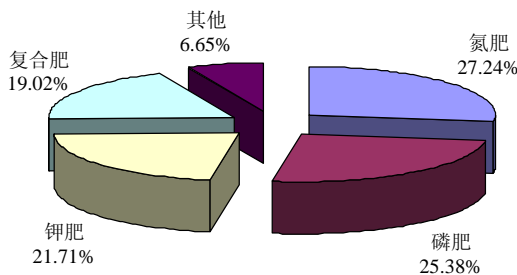
业务支持方面，公司是中化集团经营化肥等农

业相关产品业务的主体单元。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的发展提供了便利。资金支持方面，公司在中化集团授信额度支持下，与国内主要银行建立了长期合作关系，中化集团在必要时可为公司的融资提供担保等支持。

业务运营

公司是国内最大的产供销一体化的综合型化肥企业，主要从事以化肥为主的农资产品生产、采购以及分销业务，经营品种主要包括氮肥、钾肥、磷肥和复合肥等。2014年，公司实现营业总收入281.00亿元，其中，氮肥销售收入为76.54亿元，占营业总收入的27.24%；磷肥销售收入为71.32亿元，占营业总收入的25.38%；钾肥销售收入为61.00亿元，占营业总收入的21.71%；复合肥销售收入为53.44亿元，占营业总收入比例为19.02%。

图4：2014年公司分板块收入构成



数据来源：公司提供

氮肥业务

氮肥生产方面，近年来公司通过控股和参股氮肥生产企业，一定程度上保障了公司氮肥供应。截至2015年3月末，公司控股企业氮肥总产能为50万吨/年，其中中化吉林长山化工有限公司（以下简称“中化长山”）30万吨/年、中化重庆涪陵化工有限公司（以下简称“中化涪陵”）20万吨/年；此外，公司参股企业阳煤平原化工有限公司（以下简称“阳煤平原”，原中化平原化工有限公司）氮肥产能为100万吨。2012~2014年，公司参控股企业合计生产氮肥分别为127万吨、152万吨、131万吨，整体产能利用率保持较高水平，2014年以来因为原料成本较高，中化涪陵尿素生产线暂停生产。2012

年，阳泉煤业集团阳煤化工投资有限责任公司（以下简称“阳煤化工”）增资中化平原化工有限公司（以下简称“中化平原”，增资前，公司持有其75%股份），增资完成后，阳煤化工持有中化平原51%的股权，公司持有中化平原的股份下降至36.75%，中化平原不再纳入公司合并范围。增资完成后，中化平原更名为阳煤平原化工有限公司。

表2：近年公司参控股企业氮肥生产情况

生产企业	持股比例	最新产能	(万吨/年、万吨)			
			2012	2013	2014	2015.1~3
阳煤平原	36.75%	100	89	104	102	--
中化长山	91%	30	31	32	29	7
中化涪陵	60%	20	7	16	0	0
合计	--	--	127	152	131	--

资料来源：公司提供

氮肥采购方面，2012~2014年及2015年一季度，公司氮肥外购量分别为721万吨、675万吨、501万吨和121万吨。采购渠道方面，由于参控股企业的生产能力有限，公司与多家氮肥生产和供应商保持了良好的合作关系，并与核心供货商定期签订年度战略合作协议。2011年，公司与山西晋煤集团子公司北京晋煤太阳石化工有限公司（以下简称“北京晋煤”）签订长约合同，2012~2014年公司分别从北京晋煤采购氮肥156.90万吨、118.05万吨和149.24万吨，分别占总采购量的21.87%、20.53%和27.84%。

表3：2014年公司氮肥前五大供应商（万吨）

公司名称	采购量	采购占比
北京晋煤太阳石化工有限公司	149.24	27.84%
河南心连心化肥有限公司	20.37	3.80%
阳煤平原化工有限公司	18.71	3.49%
山东润银生物化工股份有限公司	14.93	2.79%
内蒙古鄂尔多斯联合化工有限公司	13	2.43%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

氮肥销售方面，公司氮肥产品主要在国内销售。氮肥包括农用氮肥和工业氮肥两种类型，公司的农用氮肥约占公司氮肥销售总量的60~70%，主要通过分销网络直接销售到乡镇级客户和种植大户。近年来，公司氮肥产品直销比例约为30%，一定程度上降低了物流费用和运输成本。销售量方面，2012~2014年及2015年一季度，公司分别销售氮肥759万吨、723万吨、530万吨和127万吨，

为控制氮肥业务价格风险，近年来公司氮肥销量有所下降。

总体来看，近年来公司氮肥业务经营规模有所下降，有利于公司控制业务风险，预计未来公司氮肥经营规模将基本稳定，公司氮肥经营的龙头地位仍然较为牢固。

钾肥业务

钾肥业务是公司最具竞争优势和发展潜力的业务板块。公司目前是国内最大的钾肥流通企业，相比同行业其他企业，公司最大的优势体现在拥有稳定的钾肥供应源。

钾肥采购方面，2012~2014年及2015年一季度，公司钾肥采购量分别为320万吨、301万吨、373万吨和48万吨。采购渠道方面，公司持有盐湖股份8.94%的股份，盐湖股份是国内最大的钾肥生产企业。此外，公司主要通过中化集团从国外进口，中化集团是国内最大的钾肥进口商，是加拿大和约旦钾肥产品在中国市场的独家代理商，中化集团已与国际主要钾肥供应商加拿大Canpotex公司和约旦APC公司续签了2014~2016年的进口合作备忘录，有力的保证了公司未来的钾肥供应。2014年公司通过中化集团采购钾肥231.83万吨，占总采购量的62.15%。

表4：2014年公司钾肥前五大供应商（万吨）

公司名称	采购量	采购占比
中国中化集团公司	231.83	62.15%
云天化集团有限责任公司	36.95	9.91%
青海盐湖工业股份有限公司	28.11	7.54%
贵州瓮福贸易有限责任公司	25.60	6.86%
上海市农业生产资料公司	5.00	1.34%

资料来源：公司提供

钾肥销售方面，2012~2014年公司分别销售钾肥317万吨、300万吨和291万吨，公司钾肥销售量占全国钾肥销售总量的比重较高，但近年来钾肥销量呈逐年下滑趋势，主要原因是近年来国内钾肥产量增长以及钾肥市场供大于求。销售渠道建设方面，近年来公司深化与核心客户的合作，巩固了钾肥市场领导者地位，同时积极开展农药钾肥销售渠道创新，以两广、两湖地区作为试点，重点推进渠道建设工作，实现钾肥销量的逆势增长；同时公司不断巩固与国际供应商的战略合作，确保进口价

格，为后续经营构筑了良好的经营基础。

总体来看，公司具有稳定的钾肥供应源，为公司钾肥业务的运营提供了较强的支撑，增强了公司经营实力。

磷肥业务

磷肥生产方面，公司子公司中化涪陵拥有100万吨/年的磷肥产量，此外公司参股的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多家企业合计磷肥产能达到398万吨/年。2012~2014年，公司参控股企业合计生产磷肥441万吨、398万吨和287万吨。

表5：近年来公司磷肥生产情况（万吨/年、万吨）

生产企业	持股比例	最新产能	2012	2013	2014	2015.1~3
中化涪陵	60%	100	96	92	84	22
其他参股公司	--	398	345	306	203	--
合计	--	498	441	398	287	--

资料来源：公司提供

磷矿资源方面，为保障磷肥控股企业生产原材料的供应，公司于2012年收购了中化云龙有限公司（以下简称“中化云龙”）100%股权，目前中化云龙拥有3亿吨品位较高的磷矿资源和60万吨/年磷矿采选能力，2014年共实现磷矿开采61万吨。矿山建设方面，公司启动大湾深部探矿工作，增加现有矿权范围内的磷矿资源储量；大湾矿山建设及深部矿井工程的前期工作也在稳步推进，不断扩大磷矿资源优势将为公司磷肥及磷化工产业链奠定坚实的资源基础。

磷肥采购方面，公司与参股公司签订长期合同，优先以市场价格采购其产品，双方保持了良好的合作关系。除参控股企业外，公司还从云天化集团有限责任公司、北京晋煤太阳石化工有限公司等公司采购磷肥，为磷肥供应起到重要的补充和保障。2014年公司磷肥采购量为323万吨。

表6：2014年公司磷肥前五大供应商（万吨）

公司名称	采购量	采购占比
云南三环中化化肥有限公司	40.93	12.67%
贵州开磷化肥有限责任公司	31.15	9.64%
云天化集团有限责任公司	29.05	8.99%
甘肃瓮福贸易有限公司	11.75	3.64%
四川龙蟒磷化工有限公司	8.38	2.59%

资料来源：公司提供

磷肥销售方面，公司磷肥销售以国内市场为主。公司磷肥对农业用户采用直销分销结合的销售方式，对工业用户采用直销方式销售。近年来，公司推进核心客户体系建设，推进“一县一客户一品牌”战略，强化内部原料供应，不断加大直发直销业务占比。2012~2014 年公司分别销售磷肥 320 万吨、303 万吨和 311 万吨，呈小幅波动态势。

饲料生产方面，中化云龙生产的高磷饲料级磷酸轻钙采用自产的高质量磷矿，具有较强的低成本优势，并于 2013 年取得 ISO 和 FAMI-QS（欧洲饲料添加剂和预混料生产商操作规范）质量体系双认证。截至 2015 年 3 月末，中化云龙共有饲料产能 30 万吨；近年来公司饲料产销量平稳增长，2012~2014 年共生产饲料 21 万吨、25 万吨和 28 万吨；同期，分别销售饲料 15 万吨、22 万吨和 29 万吨。

总体来看，公司磷肥业务具有一定的规模优势，通过上游资源获取使磷肥板块竞争力得到提升。但中诚信国际也关注到，目前国内磷肥产能仍然总体过剩，磷肥价格波动可能对公司磷肥业务产生一定影响。

复合肥业务

公司复合肥以硫酸钾型和氯化钾型 NPK 复合肥为主要经营品种，近年来，公司复合肥业务持续发展，成长性较好。

复合肥生产方面，截至 2015 年 3 月末，公司控股企业合计复合肥产能为 200 万吨，2012~2015 年一季度，分别生产复合肥 109 万吨、80 万吨、84 万吨和 27 万吨，复合肥产量有所波动。公司参股企业每年供应复合肥量约占公司采购总量的 60% 左右，除此之外，公司还从黑龙江、江苏、北京等复合肥经销商进行采购，以保障复合肥的充足供应。进口复合肥方面，公司依托中化集团与全球最大的氮肥生产商挪威 Yara 公司和德国 K+S 公司保持长期合作关系并拥有其独家代理权，合同每年一签，公司每年进口量约占采购总量的 10% 左右。

表 7：近年来公司复合肥生产情况（万吨/年、万吨）

生产企业	持股比例	产能	2012	2013	2014	2015.1~3
中化涪陵	60%	30	42	31	26	7
山东肥业	51%	70	38	27	36	11

中化东方	80%	30	10	6	4	1
三江肥业	100%	40	8	6	8	4
中化智胜	53%	20	6	8	9	3
中化烟台	51%	10	5	2	1	1
合计	--	200	109	80	84	27

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，近年来公司复合肥生产平稳运行，采购渠道稳定，营销网络逐渐完善，市场地位不断稳固。

管理

产权结构

截至 2015 年 3 月末，公司注册资金为 76 亿元，控股股东为中国肥业（控股）有限公司，持有公司 100% 的股权；实际控制人为中化集团。截至 2015 年 3 月末，公司共拥有全资及控股二级子公司 17 家。

法人治理结构

公司依据《中华人民共和国公司法》等国家有关法律、行政法规，制定了《中化化肥有限公司章程》，明确了经营管理机构的职责范围、权利、义务以及工作程序，建立了科学、规范的法人治理结构和现代企业制度，提升了公司的战略管理和风险管理水平。根据该章程规定，发行人不设立董事会，实行总经理负责制；总经理是公司的法定代表人，由投资方委派，向投资方全面负责。

内部管理

公司依据“精益管理”的管理理念制定了全面详尽的管理制度，涉及战略管理、经营管理、分销网络管理、资金管理、财务管理和投资管理等各个方面。

战略管理方面，公司下属各控股企业、分销网络（分公司）及其他经营单位每年依据实际经营情况滚动修订三年期战略规划，上报公司战略规划部接受质询，公司再据此规定三年期战略规划并上报中化集团审批。

经营管理方面，货源采购统一由公司本部管理，2011 年起为增强货源采购的灵活性和及时性，下属分销网络分公司根据当地情况拥有一定的自主采购权。此外，公司制定了严格的存货管理制度，规

范库存预算、出入库、盘点、预警以及库存的安全、质量管理。公司对进口存货与国内存货进行分别管理，已建立起一套有效的存货风险监控机制。

网络管理方面，公司制定了分销网络自主经营信用风险管理办法，通过对分公司进行预算授信管理、对客户进行资信评估和分级授信以及明确预付和赊销等信用账期等方法，加强公司信用风险管理和网络营销服务能力。

资金管理方面，公司实行资金集中管理，通过资金预算管理、现金集中管理、融资集中管理、银行账户集中管理、金融衍生产品集中管理等制度，采用内部审计和外部审计相结合的方式，加强了公司资金使用效率、降低了公司财务费用、提高了公司债务结构的合理性。

投资管理方面，公司制定年度投资计划并对投资项目的申报、审核和决策权限作出了明确的规定和划分。项目上报公司投资委员会审核，经总经理办公会研究后，报公司董事会审批。

总体来看，公司已形成了一套较为完善的规章制度，在公司运营的各个方面都有相应的管理理念和管理措施，整体管理能力较强，能够实现公司对经营过程中关键风险的有效控制。

战略规划

参控股企业方面，公司将继续巩固和优化生产能力，并通过并购等方式为生产企业获取生产资源，保障化肥产品自身供应。此外，公司还将继续

建设自由研发平台，加强科技创新，重点进行差异化和针对性的化肥品种研发，提高参控股企业产品附加值。其中，长山化工的尿素改扩建项目按计划稳步推进，该项目计划总投资 11.98 亿元，截至 2015 年 3 月末已投资 10.92 亿元。项目投产后，长山化工合成氨及尿素产能将分别增加至 36 万吨/年和 60 万吨/年。

采购方面，公司将不断深化与国内其他化肥生产企业和供应商的合作，以获得有力的外部供应。同时，公司也将继续保持与现有国际供应商的稳定合作并积极寻求新的合作机会，寻求优质、稳定和具有成本优势的货源供应。

销售方面，公司将在做好常规品种营销的基础上，加大新产品和市场的开发力度，加强针对种植大户和高端用户的服务，以更准确地满足客户需求，扩大品牌效应。

除化肥产品外，公司还将对化肥生产环节产生的高附加值化工制品进行生产和销售，如化工产品碳酸钾、高锰酸钾、氯酸钾等，以提高原料的利用率和产品的多元化。

由于公司所掌控的煤、磷、钾矿和天然气等自然资源相对较少，公司目前积极推进全球视野的资源获取战略，持续关注国内外煤炭、天然气、磷矿及钾矿等优质上游资源的并购机会，建立专业化人员队伍，接洽资源项目超过 80 个，多个优质项目正在有序推进中。

表 8：截至 2015 年 3 月末公司在建、拟建项目情况（亿元）

在建项目	计划投资额	截至 2015 年 3 月末已投资	未来投资		
			2015.4~12	2016	2017
中化长山尿素节能改扩建项目	11.98	10.92	1.06	--	--
中化云龙以则村磷石膏渣库工程	1.86	1.66	0.20	--	--
合计	13.84	12.58	1.26	--	--

资料来源：公司提供

总体来看，公司将采用优化产能、扩大行业内合作等方式进一步提升竞争实力；通过自建、加盟和并购等形式继续完善农资销售网络，优化网络布局。依此规划，预计未来公司竞争实力和行业地位有望进一步提高。

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 2012~2014 年审计报告以及未经审计的 2015 年一季报，以上财务报告均根据新会计准则编制。中诚信国际将公司其他流动负债中的短期融资券调整至短期借款科目进行分析。

资本结构

2012~2014 年及 2015 年 3 月末, 公司总资产分别为 258.70 亿元、231.53 亿元、246.26 亿元和 249.59 亿元, 呈小幅波动状态。

资产结构方面, 近年来公司非流动资产基本保持稳定, 2012~2014 年末的非流动资产分别为 147.31 亿元、144.99 亿元和 150.25 亿元; 非流动资产以长期股权投资、固定资产和无形资产为主, 近年来均基本保持稳定。其中长期股权投资主要是对盐湖股份的投资, 2014 年底的账面余额为 78.62 亿元。

表 9: 2012~2015.3 公司主要非流动资产情况 (亿元)

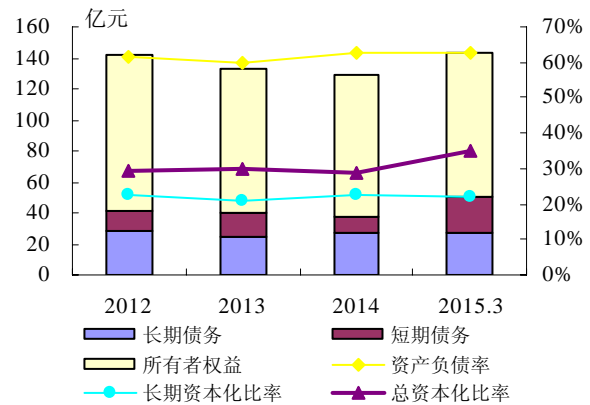
	2012	2013	2014	2015.3
长期股权投资	89.55	89.76	88.83	88.88
固定资产	29.48	28.42	27.30	26.64
在建工程	2.13	4.68	10.51	11.28
无形资产	12.77	12.42	12.21	12.11

资料来源: 公司财务报表

流动资产方面, 2012~2014 年末, 公司流动资产分别为 111.39 亿元、86.54 亿元和 96.02 亿元, 有所波动。2013 年, 化肥行业景气度下滑, 公司主动减少了存货及预付款项规模; 2014 年下半年以来, 主要化肥产品价格有所回升, 公司增加存货规模, 使得期末流动资产同比有所回升。截至 2015 年 3 月末, 公司非流动资产和流动资产分别为 149.90 亿元和 99.69 亿元, 基本保持稳定。

所有者权益方面, 2012~2014 年及 2015 年 3 月末, 公司所有者权益分别为 100.80 亿元、93.51 亿元、92.33 亿元和 93.44 亿元。2013 年末公司所有者权益同比下滑幅度较大, 主要原因是公司当期净利润为-7.38 亿元, 导致未分配利润大幅下滑。

图 5: 2012~2015 年 3 月末公司资本结构情况



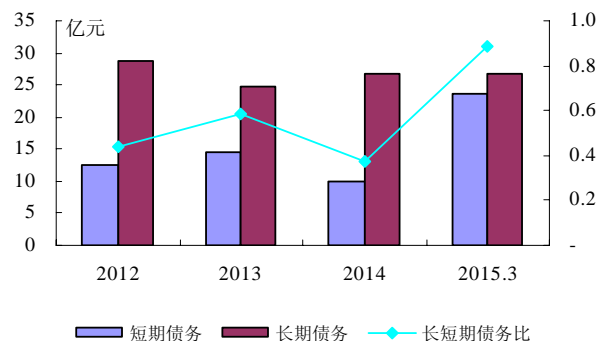
资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

债务方面, 2012~2014 年末, 公司总债务分别为 41.48 亿元、39.45 亿元和 36.85 亿元, 呈小幅下滑趋势。2014 年, 公司应付账款和预收款项均大幅上升, 增加了对上下游的资金占用, 使得当期的债务需求有所下降。2015 年 3 月末, 公司总债务上升至 50.28 亿元, 主要是预收款项较年初大幅下降导致债务需求增加。

从债务结构上看, 公司长期债务占比较大, 2012~2014 年及 2015 年 3 月末, 公司短期债务/长期债务分别为 0.44、0.59、0.37 和 0.89。公司长期债务当中主要为 2009 年发行的 25 亿元十年期公司债券。

2012~2014 年末, 公司总资本化比率分别为 29.30%、29.67% 和 28.52%, 处于较低水平。但由于经营性负债规模较高, 同期公司资产负债率分别为 61.31%、59.61% 和 62.51%。2015 年 3 月末, 公司总资本化比率和资产负债率分别为 34.98% 和 62.56%。

图 6: 2012~2015 年 3 月末公司债务结构情况



资料来源: 公司财务报表

总体来看，公司经营性负债规模较大，总债务规模较低，且公司债务以长期债务为主，债务压力小。但中诚信国际仍将密切关注公司资本结构变化及化肥市场价格波动对公司流动资产及流动负债产生的影响。

盈利能力

2012~2014 年，公司营业总收入分别为 407.54 亿元、345.47 亿元和 281.00 亿元。2013 年化肥市场景气度下滑，公司化肥产品销售价格下降，营业总收入下滑至 345.47 亿元。2014 年，受行业不景气的影响，公司主要化肥产品销量和销售均价同比均有所下降，导致公司营业总收入进一步下滑至 281.00 亿元，同比下滑 18.66%。2015 年 1~3 月，公司营业总收入为 80.64 亿元，同比有所回升。

毛利率方面，基于农资流通领域的行业特点，公司毛利率水平较低，2012~2014 年，公司营业毛利率分别为 5.44%、3.37%和 4.43%。2013 年化肥行业景气度持续下滑，公司化肥产品销售价格下降幅度较大，造成当期营业毛利率下滑 2.07 个百分点。2014 年，公司加强了成本管理，同时下半年主要化肥产品价格有所回升，使得营业毛利率同比提升 1.06 个百分点。2015 年 1~3 月，公司营业毛利率进一步上升至 6.65%。

期间费用方面，2012~2014 年，公司期间费用分别为 17.12 亿元、16.64 亿元和 14.09 亿元。其中，销售费用在期间费用中的比重较高，2012~2014 年分别为 7.95 亿元、8.47 亿元和 8.33 亿元，主要是运输费用和人员工资较高所致。同期公司管理费用分别为 5.75 亿元、5.84 亿元和 5.55 亿元，基本保持稳定。公司债务规模相对较小，财务费用在期间费用中的比重相对较低，2012~2014 年公司财务费用分别为 3.42 亿元、2.33 亿元和 0.20 亿元，呈逐年下滑趋势；2013 年，公司债务规模及融资成本同比均有所下降，财务费用大幅下降至 2.33 亿元；2014 年，公司债务规模进一步下降，同时存款利息收入大幅增长，财务费用大幅下滑至 0.20 亿元。2012~2014 年，公司三费收入占比逐年上升，分别为 4.20%、4.82%和 5.01%，费用控制能力有待加强。

2015 年 1~3 月，公司三费收入占比为 5.02%，基本保持稳定。

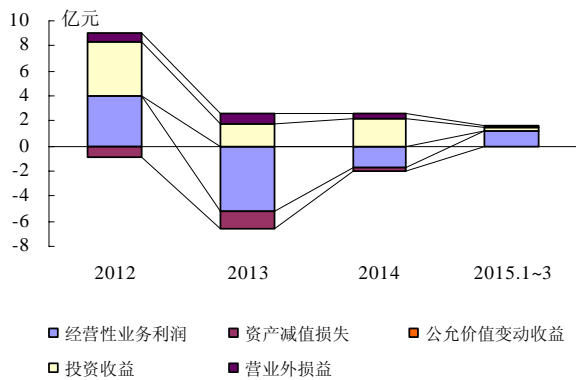
表 10：2012~2015 年 1~3 月公司期间费用分析（亿元、%）

	2012	2013	2014	2015.1~3
销售费用	7.95	8.47	8.33	2.39
管理费用	5.75	5.84	5.55	1.38
财务费用	3.42	2.33	0.20	0.28
三费合计	17.12	16.64	14.09	4.05
营业总收入	407.54	345.47	281.00	80.64
三费收入占比	4.20	4.82	5.01	5.02

资料来源：根据公司财务数据整理

利润总额方面，2012~2014 年，公司利润总额分别为 8.14 亿元、-3.95 亿元和 0.66 亿元，波动幅度较大。其中，经营性业务利润分别为 3.94 亿元、-5.15 亿元和-1.76 亿元；2013 年，受市场不景气影响，公司营业总收入及营业毛利率均有所下滑，导致经营性业务出现亏损；2014 年，公司营业毛利率有所上升，经营性业务利润同比减亏。此外，公司通过对化肥生产企业的长期股权投资获取一定的投资收益，2012~2014 年分别为 4.38 亿元、1.81 亿元和 2.25 亿元。2012 年公司处置了中化平原股权，确认的投资收益为 0.92 亿元。2013 年，化肥行业不景气，公司投资收益下滑至 1.81 亿元，同比降幅为 58.74%；2014 年，公司投资收益有所上升，主要原因是公司处置可供出售金融资产贵阳中化开磷化肥有限责任公司股权所致。公司长年计提包括坏账、存货和固定资产在内的资产减值损失，2012~2014 年，公司资产减值损失分别为-0.87 亿元、-1.39 亿元和-0.24 亿元。2013 年，受化肥行业景气度下滑影响，公司资产减值损失较 2012 年上升 59.79%。2015 年 1~3 月，公司利润总额为 1.52 亿元，其中经营性业务利润为 1.24 亿元。

图 7: 2012~2015 年 1~3 月公司利润总额构成



资料来源: 根据公司财务数据整理

总体来看, 近年来化肥行业景气度较低对公司经营规模和盈利能力造成一定负面影响, 中诚信国际将密切关注化肥价格波动对公司盈利水平的影响。

现金流

2012~2014 年及 2015 年 1~3 月, 公司经营活动净现金流分别为 9.84 亿元、2.49 亿元、17.98 亿元和 6.13 亿元。2013 年, 主要受化肥行业不景气影响, 公司经营获现能力下降, 经营活动净现金流同比下滑 74.71%; 2014 年, 公司经营性负债规模大幅上升, 对上下游的资金占用增加, 使得经营活动净现金流同比大幅提升。

投资活动方面, 公司对固定资产的投资支出规模相对较小, 但由于对理财产品的投资导致公司投资收回和支付的现金规模较大。2012~2014 年及 2015 年 1~3 月, 公司投资活动净现金流分别为 -2.58 亿元、-0.76 亿元、-3.66 亿元和 -17.35 亿元; 2015 年 1~3 月投资活动现金净流出规模较大主要是当期委托贷款和理财产品余额大幅上升所致。

筹资活动方面, 近年来公司主要通过银行贷款及发行短期融资券等方式筹资资金, 由于经营活动净现金流相对充足, 公司筹资需求较弱, 2012~2014 年及 2015 年 1~3 月, 公司筹资活动净现金流分别为 -6.92 亿元、-1.41 亿元、-13.31 亿元和 13.08 亿元, 2015 年一季度筹资活动净现金流上升主要是投资需求增长所致。

表 11: 2012~2015 年 1~3 月公司现金流情况 (亿元)

	2012	2013	2014	2015.1~3
经营活动产生现金流入	406.20	345.87	286.53	60.08
经营活动产生现金流出	396.36	343.38	268.55	53.95
经营活动净现金流	9.84	2.49	17.98	6.13
投资活动产生现金流入	246.43	241.18	166.38	0.25
投资活动产生现金流出	249.01	241.95	170.04	17.61
投资活动净现金流	-2.58	-0.76	-3.66	-17.35
筹资活动产生现金流入	11.42	14.14	1.84	28.75
吸收投资所收到的现金	0.03	2.44	-	28.75
借款所收到的现金	11.39	11.70	1.84	-
筹资活动产生现金流出	18.34	15.55	15.16	15.67
偿还债务所支付的现金	15.18	13.52	13.70	15.67
筹资活动净现金流	-6.92	-1.41	-13.31	13.08
现金及现金等价物净增加额	0.35	0.32	1.00	1.87

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

整体看, 受经营性资产及负债大幅波动影响, 公司经营活动净现金流呈大幅波动态势, 但由于投资规模较小, 公司筹资压力较小, 筹资活动现金呈持续净流出状态。

偿债能力

从偿债指标来看, 2013 年, 受盈利能力下滑影响, 公司 EBITDA 大幅下滑至 1.84 亿元, 总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 21.44 倍和 0.79 倍, EBITDA 对债务本息的保障能力同比大幅弱化。2013 年公司经营活动净现金流同比大幅下滑, 其对债务本息的保障能力弱化, 2013 年经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别下降至 0.06 倍和 1.07 倍。2014 年, 公司盈利和经营获现能力增加, EBITDA 和经营活动净现金流同比均显著改善, 其对债务本息的覆盖能力增强, 当期总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 6.85 倍和 4.40 倍, 经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别上升至 0.49 倍和 14.69 倍。2015 年以来, 公司盈利能力和经营活动净现金流保持平稳, 偿债能力指标较为稳定。

表 12: 2012~2015 年 3 月末公司偿债指标

	2012	2013	2014	2015.3
EBITDA (亿元)	16.49	1.84	5.38	--
经营活动净现金流 (亿元)	9.84	2.49	17.98	6.13
资产负债率(%)	61.31	59.61	62.51	62.56

总资本化比率(%)	29.30	29.67	28.52	34.98
总债务/EBITDA(X)	2.52	21.44	6.85	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.87	0.79	4.40	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.24	0.06	0.49	0.49*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.91	1.07	14.69	--

注：加“*”指标已经过年化处理。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2015 年 3 月末，公司对外担保余额为 1.14 亿元，占公司所有者权益的比重为 1.22%。目前被担保方经营稳定，公司代偿风险较小。

表 13: 截至 2015 年 3 月末公司对外担保情况

被担保单位名称	担保余额 (万元)
云南三环中化化肥有限公司	9,600.00
甘肃瓮福化工有限责任公司	1,800.00
合计	11,400.00

资料来源：公司提供

受限资产方面，截至 2015 年 3 月末，公司受限资产账面余额为 0.31 亿元，整体规模较小。

备用流动性方面，公司银企关系良好，截至 2015 年 3 月末授信额度合计 130.30 亿元，已使用额度 22.39 亿元，剩余额度 107.91 亿元，具有较为充足的备用流动性。债务融资工具方面，公司于 2013 年 4 月发行一期短期融资券“13 中化化肥 CP001”，目前已经到期兑付。公司无存续的债务融资工具。

过往债务履约情况

公司的债务性筹资渠道主要包括银行借款、企业债和短期融资券等。

根据公司提供资料，公司近三年均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

评级展望

综上所述，公司作为国内最大的化肥流通企业，在行业中具有很强的竞争实力。公司产供销一体化优势明显，近年来通过参控股化肥生产企业获得稳定的货源，并且建立了覆盖全国的分销网络，为公司未来发展打下坚实基础。此外，公司实际控制人中化集团拥有重要化肥品种的独家代理权，保持了与国际重要化肥企业的长期供销合作关系，在

经营和管理等方面均给予公司大力支持。同时，中诚信国际也关注到化肥产品价格周期性变动以及公司盈利能力波动较大等因素对公司整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司未来 12~18 个月内的信用水平将保持稳定。

结论

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

中诚信国际关于中化化肥有限公司的 跟踪评级安排

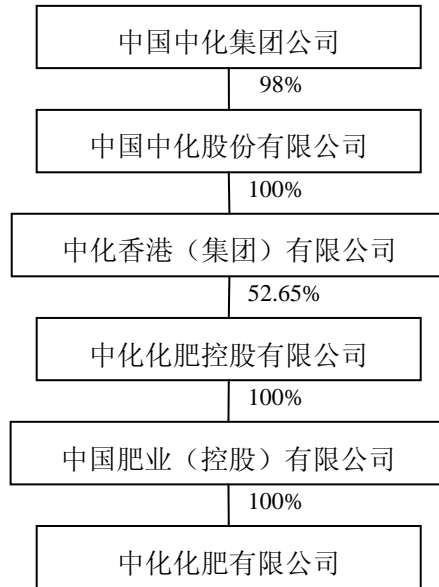
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将对中化化肥有限公司每年定期或不定期进行跟踪评级。

我公司将在发行主体的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

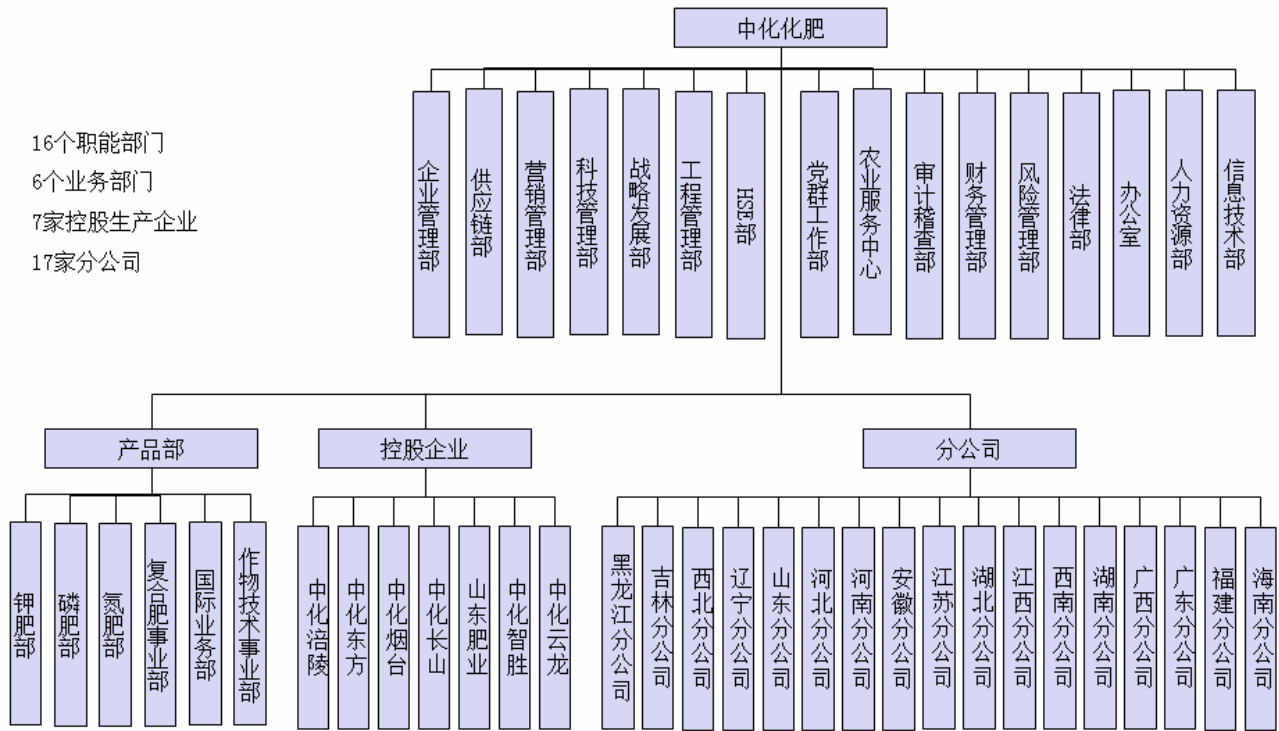
2015年6月18日

附一：中化化肥有限公司股权结构图（截至 2015 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附二：中化化肥有限公司组织结构图（截至 2015 年 3 月底）



3家海外机构：中化英有限公司，迪拜、乌兹别克代表处

资料来源：公司提供

附三：中化化肥有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2012	2013	2014	2015.3
货币资金	32,065.16	35,283.75	45,315.46	63,980.17
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	48,601.58	22,218.20	19,415.83	57,634.53
存货净额	522,790.51	410,851.88	534,201.19	459,899.22
其他应收款	14,520.40	9,387.43	22,216.58	10,373.21
长期投资	904,023.12	905,323.89	927,337.66	928,654.51
固定资产(合计)	317,717.16	331,203.73	378,360.29	379,199.74
总资产	2,586,992.91	2,315,331.25	2,462,637.50	2,495,862.43
其他应付款	91,459.47	66,141.35	54,858.44	51,466.40
短期债务	126,270.19	145,883.54	99,606.94	236,369.16
长期债务	288,508.50	248,613.50	268,848.50	266,407.25
总债务	414,778.69	394,497.04	368,455.44	502,776.41
净债务	382,713.52	359,213.29	323,139.98	438,796.25
总负债	1,586,192.05	1,380,265.30	1,539,311.03	1,561,508.28
财务性利息支出	33,779.13	23,251.90	12,234.73	--
资本化利息支出	101.43	0.00	0.00	--
所有者权益(含少数股东权益)	1,000,800.86	935,065.95	923,326.47	934,354.16
营业总收入	4,075,373.68	3,454,708.02	2,809,970.84	806,438.45
三费前利润	210,589.34	114,920.42	123,288.44	52,860.52
投资收益	43,807.13	18,074.92	22,530.73	2,022.11
EBIT	115,189.83	-16,206.06	18,837.55	--
EBITDA	164,897.72	18,402.39	53,819.11	--
经营活动产生现金净流量	98,449.28	24,902.35	179,759.91	61,304.82
投资活动产生现金净流量	-25,775.24	-7,627.35	-36,600.48	-173,520.02
筹资活动产生现金净流量	-69,208.03	-14,051.29	-133,149.50	130,756.41
现金及现金等价物净增加额	3,465.93	3,218.78	10,031.71	18,664.71
资本支出	41,162.24	45,742.45	82,482.17	7,972.07
财务指标	2012	2013	2014	2015.3
营业毛利率(%)	5.44	3.37	4.43	6.65
三费收入比(%)	4.20	4.82	5.01	5.02
EBITDA/营业总收入(%)	4.05	0.53	1.92	--
总资产收益率(%)	4.23	-0.66	0.79	--
流动比率(X)	0.89	0.79	0.78	0.79
速动比率(X)	0.47	0.41	0.34	0.42
存货周转率(X)	6.32	7.15	5.68	6.06*
应收账款周转率(X)	98.00	97.56	134.98	83.73*
资产负债率(%)	61.31	59.61	62.51	62.56
总资本化比率(%)	29.30	29.67	28.52	34.98
短期债务/总债务(%)	30.44	36.98	27.03	47.01
经营活动净现金/总债务(X)	0.24	0.06	0.49	0.49*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.78	0.17	1.80	1.04*
经营活动净现金/利息支出(X)	2.91	1.07	14.69	--
总债务/EBITDA(X)	2.52	21.44	6.85	--
EBITDA/短期债务(X)	1.31	0.13	0.54	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.87	0.79	4.40	--

注：公司 2012~2015 年一季度财务报告均按照新会计准则编制；2015 年一季报未经审计；所有者权益包含少数股东权益；中诚信国际将公司其他流动负债中的短期融资券调整至短期借款科目进行分析；加“*”指标已经过年化处理。

附四：报告所用基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计（新）=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务（旧）=短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润（新）=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比（旧）=（财务费用+管理费用+营业费用）/主营业务收入

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本合计）/存货平均净额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均净额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

附五：主体信用等级的符号及定义

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。