

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2015年度第一期短期融資券債項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]0175D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拟发行的2015年度第一期15亿元短期融资券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，本期短期融资券的信用等级为**A-1**。

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

## 中化化肥有限公司 2015 年度第一期短期融资券信用评级报告

发行主体	中化化肥有限公司
主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
债项信用等级	A-1
注册额度	35 亿元
本期规模	20 亿元
发行期限	366 天
偿还方式	到期一次还本付息
发行目的	偿还银行借款

### 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
货币资金(亿元)	3.21	3.53	4.53	6.40
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
短期债务(亿元)	12.63	14.59	9.96	23.64
所有者权益(亿元)	100.08	93.51	92.33	93.44
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
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](mailto:wyxu@ccxi.com.cn)

项目组成员：杨飞 [fyang@ccxi.com.cn](mailto: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”）2015 年度第一期短期融资券的债项信用等级为 **A-1**。

### 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。
- ▶ **存货规模较高。**作为国内化肥流通龙头企业，公司需要保持一定的存货规模，截至 2014 年末和 2015 年 3 月末，公司存货分别为 53.42 亿元和 45.99 亿元，分别占总资产的 21.69% 和 18.43%，较高的存货规模将对公司资金占用较大。

## 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、本次评级结果自本期债务融资工具发行之日起生效，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。

## 发行主体概况

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。

## 本期融资券概况

### 发行条款

本期拟发行20亿元短期融资券，期限为366天。

### 募集资金用途

公司本期短期融资券拟募集资金20亿元，全部用于偿还银行借款。

## 近期关注

**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1：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。

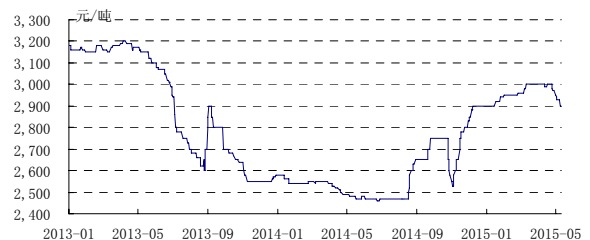
与此同时，磷肥行业也面临产能过剩、行业相对分散、市场无序竞争、环保投入有限及资源开采过度等问题。2013年末，我国磷酸二铵产能约1,950

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2：2013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。

## 为控制业务风险，公司氮肥经营规模有所下降

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：近年公司氮肥生产情况（万吨/年、万吨）

生产企业	持股比例	最新产能	2012	2013	2014	2015.1~3
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的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。

## 公司为国内最大的钾肥流通企业，具有稳定的钾肥供应源，竞争优势明显

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。

### 公司磷肥经销业务具有一定规模优势，但受磷肥价格下跌影响，盈利能力较弱

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。

## 复合肥业务持续发展，采购渠道和营销网络不断完善

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。

## 发行主体信用质量分析概述

整体来看，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。

## 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。

## 资产流动性

近年来，由于公司存在较大金额的长期股权投资，导致流动资产在总资产中的比例较低，2012~2014 年及 2015 年 3 月末分别为 43.06%、37.38%、38.99% 和 39.94%。

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，公司流动资产为 99.69 亿元，基本保持稳定。公司流动资产主要由存货、其他流动资产、应收票据和预付款项构成。

存货方面，公司 2012~2015 年 3 月末的存货余额分别为 52.28 亿元、41.09 亿元、53.42 亿元和 45.99 亿元，随着化肥产品价格变化，公司存货有所波动；2013 年末存货余额下降主要原因是化肥产品采购

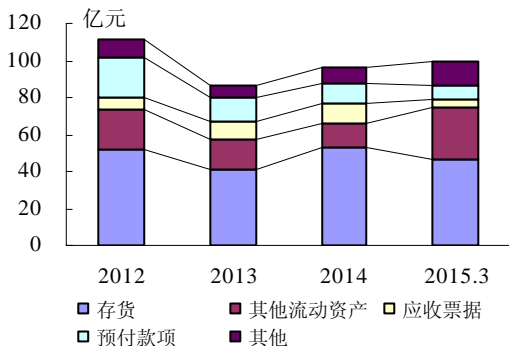
价格下跌以及公司提高了存货管理效率；2014年下半年以来，主要化肥产品价格有所回升，公司增加了存货采购规模，使得期末存货余额同比上升30.02%；公司存货以化肥成品为主，变现能力较强。

其他流动资产方面，公司其他流动资产均为短期银行理财产品以及给联营公司的短期委托贷款，2012~2014年及2015年3月末分别为21.45亿元、15.74亿元、12.19亿元和28.89亿元。

应收票据方面，近年来公司部分大客户以银行承兑汇票支付货款，使得公司应收票据维持了一定规模，2014年底为10.80亿元。

预付款项方面，公司预付款项主要包括预付给化肥生产企业的货款和物流企业的运输费等，2012~2014年末分别为21.36亿元、12.71亿元和10.74亿元，呈逐年下滑趋势，主要是由于化肥行业不景气，公司对化肥生产商的议价能力提升；截至2015年3月末，公司预付款项进一步下降至7.37亿元。

图3：2012~2015年3月末公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

从资产周转率指标看，公司流动资产周转效率较高，且呈逐年上升趋势，2012~2014年的流动资产周转率分别为3.24次、3.49次和3.08次。其中，由于公司货币资金及应收账款维持较低水平，其周转效率很高，2014年货币资金周转率和应收账款周转率分别为69.73次和134.98次。近年来，公司存货变化带来周转率的波动，2012~2014年分别为6.32次、7.15次和5.68次。

表8：2012~2015年1~3月公司周转率指标（次）

	2012	2013	2014	2015.1~3
货币资金周转率	132.73	102.59	69.73	59.03
应收账款周转率	98.00	97.56	134.98	83.73

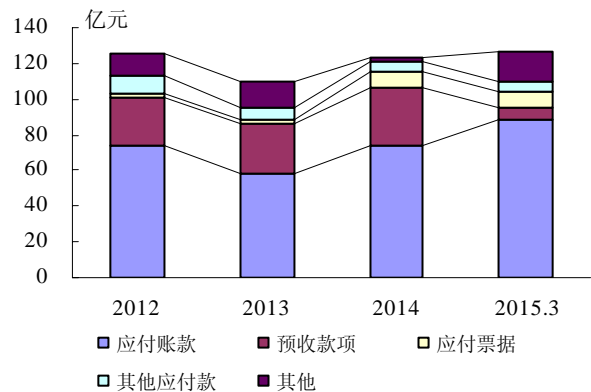
存货周转率	6.32	7.15	5.68	6.06
流动资产周转率	3.24	3.49	3.08	3.30

注：2015年一季度财务指标均已进行年化处理。

资料来源：公司财务报告

流动负债方面，2012~2014年末公司流动负债分别为125.27亿元、109.57亿元和123.60亿元，占公司总负债比例分别为78.97%、79.38%和80.29%，流动负债是总负债的主要组成部分。公司流动负债主要由应付账款和预收款项构成，2014年合计在流动负债中的比例为86.44%。应付账款方面，2012~2014年，公司应付账款分别为73.85亿元、58.42亿元和74.38亿元；作为我国最大的化肥经销商，公司对上游生产企业的议价能力较强，对供应商的付款周期较长，使得应付账款呈较大规模；2014年末，公司化肥采购额增加，使得应付账款余额同比上升；2015年3月末，公司应付账款进一步上升至88.41亿元。预收款项方面，2012~2014年及2015年3月末，公司预收款项分别为27.31亿元、27.72亿元、32.46亿元和7.24亿元，作为我国最大的化肥经销商，公司在结算方面对下游客户的议价能力较强，使得预收款项维持较大规模。2015年3月末，公司预收款项较年初大幅下降，主要原因是一季度为化肥销售旺季，公司在每年年末的预收款项余额较大，一季度销售结算金额较大，导致期末预收款项大幅下降。

图4：2012~2015年3月末公司流动负债构成情况

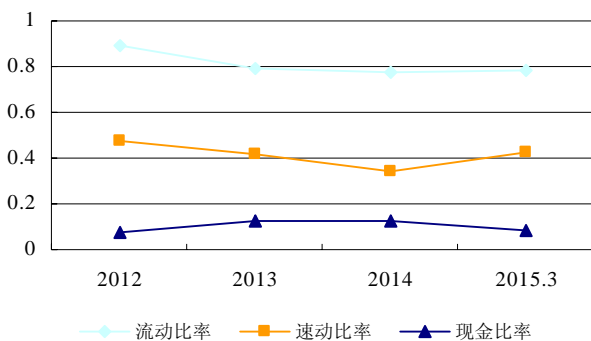


资料来源：公司财务报告

流动性指标方面，2012~2014年及2015年3月末，公司的流动比率分别为0.89、0.79、0.78和0.79，速动比率分别为0.47、0.41、0.34和0.42，均处于较低水平。公司参股的化肥生产企业较多，长期股

股权投资规模较大，其在总资产中占比较高，同时公司流动资产管理效率较高，流动资产整体规模相对较小，此外公司在化肥产业链中拥有较高的地位，应付账款及预收款项均保持较大规模，使得公司流动资产对流动负债的覆盖倍数较低。但鉴于公司较强的融资能力和较突出的行业地位，公司流动性压力很小。

图 5：2012~2015 年 3 月末公司流动性指标



资料来源：公司财务报告

## 短期偿债能力

短期债务方面，2014 年受化肥行业不景气的影响，公司不断减少营运资金的规模，短期债务规模不断降低，截至 2014 年底，公司短期债务为 9.96 亿元，同比下降了 31.73%。2015 年 3 月底，公司短期债务上升至 23.64 亿元，主要由于一季度为化肥销售旺季，公司营运资金需求扩大，相应地增加短期规模。

从短期偿债指标来看，2013 年，受盈利能力下滑影响，公司 EBITDA 大幅下滑至 1.84 亿元，EBITDA/短期债务和 EBITDA 利息倍数分别为 0.13 倍和 0.79 倍，EBITDA 对短期债务和利息支出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，其对短期债务和利息支出的保障能力弱化，2013 年经营活动净现金流/短期债务和经营活动净现金流/利息支出分别下降至 0.17 倍和 1.07 倍。2014 年，公司 EBITDA 和经营活动净现金流同比均显著改善，其对短期债务和利息支出的覆盖能力增强，当期 EBITDA/短期债务和 EBITDA 利息倍数分别为 0.54 倍和 4.40 倍，经营活动净现金流/短期债务和经营活动净现金流/利息支出分别上

升至 1.80 倍和 14.69 倍。

表 9：2012~2015 年 3 月末公司偿债指标

	2012	2013	2014	2015.3
短期债务	12.63	14.59	9.96	23.64
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
EBITDA/短期债务(X)	1.31	0.13	0.54	0.30
EBITDA 利息倍数(X)	4.87	0.79	4.40	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.78	0.17	1.80	1.04*
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 10：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。

## 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。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。

## 结论

综上所述，中诚信国际评定“中化化肥有限公

司 2015 年度第一期短期融资券”的债项信用等级为 **A-1**。

## 中诚信国际关于中化化肥有限公司 2015 年度第一期短期融资券的跟踪评级安排

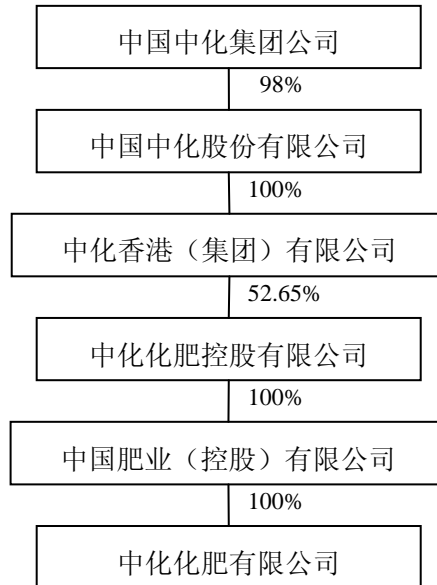
根据国际惯例和主管部门的要求，本公司将在本期融资券的存续期内对本期融资券每半年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在融资券的存续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

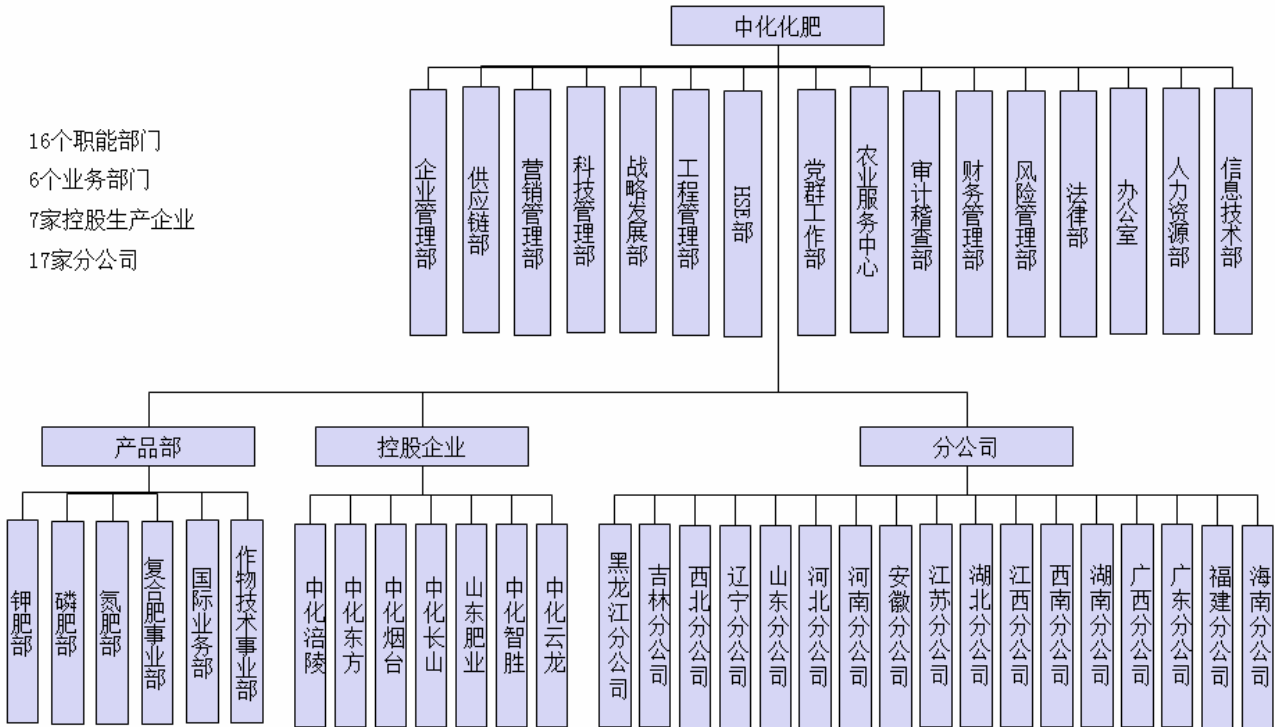
2015 年 6 月 18 日

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。

## 附六：短期融资券信用等级的符号及定义

等级	含义
A-1	为最高级短期融资券，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。