

2021年08月11日

中国心连心化肥 (1866.HK)

公司动态分析

证券研究报告

化肥行业

## 增长拐点已现，心连心业绩大爆发

2021上半年公司收入75.7亿，同比增长53%，归母净利润6.5亿，同比增长258%。业绩远超预期，主要因为九江基地投产以及尿素、三聚氰胺等产品涨价。我们认为下半年随着新乡二三厂升级改造完成，以及双氧水、DMF新产能投放后，中国心连心化肥的生产规模及成本控制会上一个新台阶，保障21年与22年的业绩高速增长。最后我们给予目标价9.3港元，对应21-22年预测市盈率分别为7.2倍和5.8倍，距离现价有100%上涨空间，维持买入评级。

### 报告摘要

上半年心连心业绩大爆发，归母净利润增长258%，远超预期。上半年公司收入为人民币75.7亿元，同比增长53.3%；毛利为人民币21.2亿元，同比增长99.4%；母公司拥有人应占溢利为人民币6.5亿元，同比增长258.4%；每股盈利为人民币55.1分。上半年业绩远超预期，主要因为九江基地投产以及尿素、三聚氰胺等产品涨价。

九江基地是心连心的发展新动力。九江基地于2016年9月开始建设，21年2月投产，新增产能60万吨合成氨，52万吨尿素和40万吨二甲醚。九江基地投产后，公司地理布局进一步优化，形成中原、西北、华南三大基地相互支持，辐射全国的战略布局。九江基地是在2月8日投产，3月正式运营，仅仅依靠4个月的运营，九江基地占上半年净利润的40%，是三大基地中净利润占比最高的，可以看出九江基地对心连心发展有着巨大推动力。

化肥与化工产品价格大幅提升。上半年收入中化肥产品占比为57%，化工占比37%，其他占比6%。化肥产品包括尿素、复合肥和车用尿素，尿素一直是心连心最重要的产品，在收入中占比最高，达27%。今年尿素价格持续提升，从年初的1800元/吨上涨到目前的2700元/吨，涨幅50%。化工产品包含甲醇、二甲醚、三聚氰胺、液氨、糠醇等。上半年三聚氰胺价格有巨大提升，从年初的6600元/吨上涨到目前的13000元/吨，涨幅近100%。我们认为尿素、三聚氰胺价格已经处于高位，预计下半年会在高位震荡。

目标价9.3港元，买入评级。我们认为下半年随着新乡二三厂升级改造完成，以及双氧水、DMF新产能投放后，中国心连心化肥的规模及成本控制会上一个新台阶，保障21年与22年的业绩高速增长。我们预计21年和22年公司归母净利润将达到12.6亿和15.4亿，同比增长262%和23%。我们给予目标价9.3港元，对应21-22年预测市盈率分别为7.2倍和5.8倍，距离现价有100%上涨空间，维持买入评级。

风险提示：行业竞争加剧；疫情加剧

31/12年结：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,928	10,445	15,040	19,252	21,754
增长率(%)	18.1%	17.0%	44.0%	28.0%	13.0%
净利润	316	348	1,257	1,543	1,748
增长率(%)	-49.0%	9.8%	261.5%	22.8%	13.3%
毛利率(%)	21.7%	21.2%	28.0%	26.3%	25.7%
净利率(%)	3.5%	3.3%	8.4%	8.0%	8.0%
每股收益(元)	0.27	0.30	1.07	1.32	1.49
每股净资产(元)	3.61	3.87	4.74	5.81	7.03
市盈率	14.3	13.0	3.6	2.9	2.6
市净率	1.1	1.0	0.8	0.7	0.5
净资产收益率(%)	7.5%	7.7%	22.6%	22.7%	21.2%
股息收益率	2.1%	2.6%	5.6%	6.8%	7.7%

数据来源：公司资料，安信国际预测

投资评级：买入

目标价格：9.3

现价 (2021-08-10)：4.6 港元

总市值(百万港元)	5,741.43
流通市值(百万港元)	5,741.43
总股本(百万股)	1,171.62
流通股本(百万股)	1,171.62
12个月低/高(港元)	2.5/5.4
平均成交(百万港元)	16.80

### 股东结构

管理层持股	35.30%
员工持股	23.62%
其他	41.08%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.60	37.73	87.73
绝对收益	-5.31	31.98	96.87

数据来源：彭博、港交所、公司

王强

行业分析师

+852 2213 1422

jimmywang@eif.com.hk

## 财务预测

### 损益表

人民币百万元 财务年度截至12月31日	19年 实际	20年 实际	21年 预测	22年 预测	23年 预测
<b>收入</b>	8,928.3	10,444.7	15,040.4	19,251.7	21,754.4
毛利	1,941.0	2,214.6	4,211.3	5,063.2	5,590.9
其他收入	160.3	198.7	139.1	153.0	154.6
销售及管理费用	(1,177.3)	(1,244.9)	(1,684.5)	(2,136.9)	(2,393.0)
其他开支	(24.4)	(136.0)	(90.8)	(72.7)	(79.9)
<b>营业利润</b>	899.7	1,032.5	2,575.1	3,006.6	3,272.5
财务费用	(374.1)	(401.4)	(556.0)	(527.5)	(464.8)
<b>税前盈利</b>	525.6	631.1	2,019.1	2,479.1	2,807.7
所得税	(111.6)	(106.9)	(343.2)	(421.4)	(477.3)
少数股东应占利润	97.6	176.5	419.0	514.4	582.6
<b>净利润</b>	316.5	347.7	1,256.9	1,543.2	1,747.8
<b>增长</b>					
总收入 (%)	18.1%	17.0%	44.0%	28.0%	13.0%
每股收益 (%)	-49.4%	9.8%	261.5%	22.8%	13.3%

### 资产负债表

人民币百万元 财务年度截至12月31日	19年 实际	20年 实际	21年 预测	22年 预测	23年 预测
现金	884.4	682.0	824.7	736.8	910.6
应收账款	393.4	743.4	1,198.9	1,534.6	1,647.4
存货	983.6	992.1	1,143.0	1,287.4	1,454.8
其他流动资产	1,415.8	1,761.5	1,537.3	1,324.4	1,470.7
<b>总流动资产</b>	3,677.3	4,179.1	4,703.9	4,883.3	5,483.5
<b>固定资产</b>	10,474.8	15,000.5	17,720.4	19,189.1	19,569.1
矿权	86.2	84.6	84.6	84.6	84.6
其他固定资产	2,252.6	1,690.9	1,571.4	1,554.7	1,548.8
<b>总资产</b>	16,490.9	20,955.1	24,080.3	25,711.8	26,686.1
<b>短期负债</b>					
应付帐款	366.6	509.0	610.8	671.9	873.4
短期银行贷款	2,774.2	4,137.7	5,585.8	5,418.3	4,768.1
其他短期负债	3,154.7	3,910.7	4,392.7	4,762.4	4,768.8
<b>总短期负债</b>	6,295.5	8,557.4	10,589.3	10,852.5	10,410.3
长期银行贷款	3,739.1	5,210.1	4,689.1	4,360.8	3,837.5
其他负债	734.6	763.3	935.6	861.3	794.2
<b>总负债</b>	10,769.2	14,530.7	16,213.9	16,074.6	15,042.0
少数股东权益	1,486.4	1,893.9	2,312.9	2,827.3	3,409.9
<b>股东权益</b>	4,235.2	4,530.4	5,553.5	6,809.8	8,234.2
每股账面值(元)	3.61	3.87	4.74	5.81	7.03
营运资金	(2,618.2)	(4,378.2)	(5,885.4)	(5,969.2)	(4,926.8)

<b>财务分析</b>					
人民币百万元 财务年度截至12月31日	19年 实际	20年 实际	21年 预测	22年 预测	23年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	21.7%	21.2%	28.0%	26.3%	25.7%
净利率 (%)	3.5%	3.3%	8.4%	8.0%	8.0%
ROE (%)	7.5%	7.7%	22.6%	22.7%	21.2%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	13.2%	11.9%	11.2%	11.1%	11.0%
实际税率 (%)	21.2%	16.9%	17.0%	17.0%	17.0%
库存周转	51.4	44.0	38.5	33.1	32.9
应付账款天数	19.2	22.6	20.6	17.3	19.7
应收账款天数	16.1	26.0	29.1	29.1	27.6
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	2.5	3.2	2.9	2.4	1.8
收入/总资产	0.54	0.50	0.62	0.75	0.82
总资产/股本	3.89	4.63	4.34	3.78	3.24
盈利对利息倍数	2.4	2.6	4.6	5.7	7.0
<b>现金流量表</b>					
人民币百万元 财务年度截至12月31日	19年 实际	20年 实际	21年 预测	22年 预测	23年 预测
<b>经营活动</b>					
营运资金变动前	1,600.6	1,858.2	3,425.6	3,756.9	4,195.0
营运资金变化	812.5	(47.2)	(32.6)	(90.4)	121.2
所得税	(111.6)	(106.9)	(343.2)	(421.4)	(477.3)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>营运现金流</b>	<b>2301.5</b>	<b>1704.0</b>	<b>3049.7</b>	<b>3245.0</b>	<b>3838.9</b>
<b>投资活动</b>					
资本开支	(3,286.2)	(4,016.0)	(3,733.9)	(2,780.0)	(1,808.6)
其他投资活动	(0.5)	114.2	70.6	254.2	(190.6)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,286.7)</b>	<b>(3,901.8)</b>	<b>(3,663.3)</b>	<b>(2,525.8)</b>	<b>(1,999.2)</b>
<b>融资活动</b>					
负债变化	1824.5	2314.2	982.5	(484.9)	(1310.9)
股本变化	0.0	0.0	47.8	0.0	0.0
股息	(119.1)	(93.7)	(251.4)	(308.6)	(349.6)
其他融资活动	(181.7)	(225.1)	(22.7)	(13.6)	(5.4)
<b>融资活动现金流</b>	<b>1523.6</b>	<b>1995.4</b>	<b>756.3</b>	<b>(807.1)</b>	<b>(1665.9)</b>
<b>现金变化</b>	<b>538.3</b>	<b>(202.4)</b>	<b>142.7</b>	<b>(87.9)</b>	<b>173.8</b>
期初持有现金	346.2	884.4	682.0	824.7	736.8
期末持有现金	884.4	682.0	824.7	736.8	910.6

数据来源：公司资料，安信国际预测

## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010