



Company Report: China XLX Fertiliser (01866 HK) 中文版

公司报告：中国心连心化肥 (01866 HK)

Chinese version

Gary Wong 黄家玮

(852) 2509 2616

gary.wong@gtjas.com.hk

27 August 2024

化肥行业供需平衡将略有改善，维持“买入”评级

- **我们重申“买入”评级，并维持 5.70 港元的目标价。**我们小幅上调中国心连心化肥（“公司”）2024/ 2025/ 2026 年每股盈利预测 7.4%/ 3.9%/ 2.7%至人民币 1.093 元/人民币 1.115 元/人民币 1.255 元。我们维持 5.70 港元的目标价，相当于 4.8 倍/ 4.7 倍/ 4.2 倍的 2024/ 2025/ 2026 年市盈率。
- **2024 年上半年股东净利润为人民币 6.87 亿元，同比增长 25.8%。**2024 年上半年总收入持平于人民币 121 亿元，其中前三大产品的收入分别为尿素人民币 38.34 亿元（+9.0%）、复合肥人民币 34.10 亿元（+6.3%）、甲醇人民币 12.91 亿元（+32.3%）。尿素的平均售价和销量变动分别为-13%和+25%，复合肥为-6%和+13%，甲醇为+1%和+13%。整体毛利率同比上升 2 个百分点至 19.5%，主要由于尿素（+2 个百分点至 31%）、复合肥（+6 个百分点至 18%）和甲醇（+10 个百分点至 8%）的毛利率有所改善，这些产品毛利率的改善主要是由煤炭和钾肥等原材料价格下降所致。
- **由于经济复苏和新增供应增幅低于预期，化肥行业供需平衡将略有改善。**1) 我们预计 2024 年下半年，随着煤炭价格企稳和经济复苏，复合肥表现将进一步改善，从而改善化肥行业的供需平衡。2) 虽然行业内企业已经制定了扩大化肥产能的计划，但实际开工率和生产标准执行情况可能不达预期。此外，淘汰落后产能的严格环保管控及冬季环保检修将通过限制供应过剩来进一步改善供需平衡。3) 公司通过“差异化产品+精准化服务”努力提升品牌影响力，主要利用大数据，紧盯大农户，改变公司销售端的组织架构，经销商转型为服务商。
- **催化剂：**1) 国家要求电力行业完成尿素脱硫改造，这将大大增加工业对尿素的需求；2) 出口管制政策的调整或将对国内化肥市场形成支撑。
- **风险因素：**1) 原材料价格波动可能影响毛利率；2) 化肥行业竞争可能持续激烈。

Rating:

Buy

Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

HK\$5.70

HK\$5.70

Share price 股价:

HK\$3.610

Stock performance

股价表现



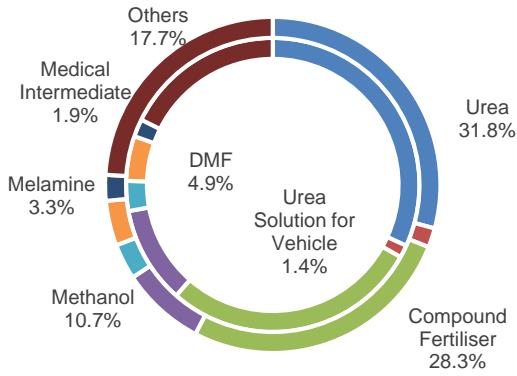
Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	2.0	(5.7)	(7.2)
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	(2.6)	(0.3)	(6.3)
Avg. Share price(HK\$) 平均股价 (港元)	3.9	3.6	3.4

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(Δ%)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2022A	23,072	1,326	1.097	(0.8)	2.9	5.694	0.6	0.250	7.8	15.1
2023A	23,475	1,187	0.969	(11.7)	3.4	6.280	0.5	0.240	7.3	11.8
2024F	24,296	1,330	1.093	12.8	3.1	7.154	0.5	0.271	8.1	11.9
2025F	24,541	1,355	1.115	2.0	3.0	7.993	0.4	0.276	8.3	10.8
2026F	25,798	1,524	1.255	12.6	2.7	8.937	0.4	0.311	9.3	10.9
Shares in issue (m) 总股数 (m)			1,214.4		Major shareholder 大股东				Mr. Liu Xing Xu 34.8%	
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)			4,384.1		Free float (%) 自由流通比率 (%)					44.2
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)			1,009.6		FY24 Net gearing (%) FY24 净负债/股东资金 (%)					88.9
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)			4.300 / 2.860		FY24 Est. NAV (HK\$) FY24 每股估值 (港元)					11.2

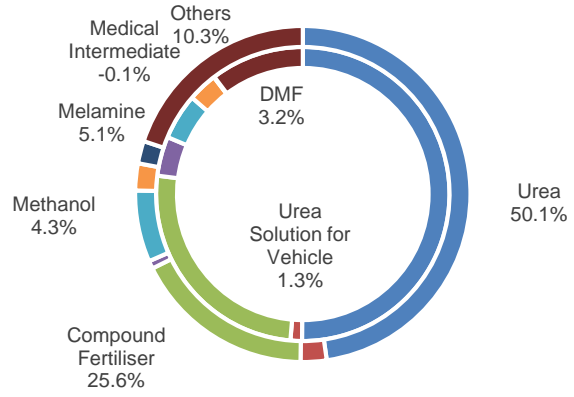
Source: the Company, Guotai Junan International.

图 1：2024 年上半年，尿素占公司收入的 31.8%



资料来源：公司。

图 2：2024 年上半年，尿素占公司分部利润的 50.1%



资料来源：公司。

表 1：化工行业同业比较—估值

公司名称	股票代码	货币	收市价	市值 (百万)	市盈率				市净率				ROE (%)	D/Y (%)	EV/EBITDA	
					23A	24F	25F	26F	23A	24F	25F	26F	24F	24F	24F	
中化化肥	00297 HK	HKD	0.940	6,673	9.5	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
世纪阳光	00509 HK	HKD	0.118	14	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
玖源集团	00827 HK	HKD	0.062	374	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中国心连心化肥	01866 HK	HKD	3.610	4,640	3.4	2.9	2.7	2.3	0.5	0.4	0.3	0.3	14.1	6.8	n.a.	n.a.
中海石油化学-H股	03983 HK	HKD	1.920	8,943	3.3	6.6	5.8	5.7	0.4	0.4	0.4	0.3	6.4	7.3	n.a.	n.a.
米高集团	09879 HK	HKD	7.000	6,363	n.a.	17.3	n.a.	n.a.	n.a.	2.4	n.a.	n.a.	13.1	0.0	9.4	9.4
简单平均					5.4	9.0	4.2	4.0	0.4	1.1	0.3	0.3	11.2	4.7	9.4	9.4
加权平均					5.4	9.2	4.7	4.5	0.5	1.0	0.4	0.3	10.3	4.9	9.4	9.4

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

财务报表及比率

损益表						资产负债表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	Year end 31 Dec (RMB m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Total Revenue	23,072	23,475	24,296	24,541	25,798	Property, Plant and Equipment	19,458	20,236	22,170	24,153	25,995
Cost of Sales	(18,723)	(19,288)	(19,650)	(19,867)	(20,810)	Right-of-use and Intangible					
Gross Profit	4,349	4,187	4,645	4,674	4,988	Assets	1,446	1,705	1,735	1,774	1,826
Other Income and Gains	187	299	218	228	233	Goodwill	63	63	63	63	63
Other Expenses	(87)	(40)	(41)	(42)	(43)	Prepayment for Purchase of PPE	118	947	947	947	947
Selling and Distribution Expenses	(529)	(618)	(729)	(724)	(748)	Investments in Associates	107	108	110	111	113
G&A Expenses	(1,072)	(1,299)	(1,385)	(1,399)	(1,470)	Other Non-current Assets	444	492	509	532	559
Impairment Losses on Fin. Assets	(10)	(9)	(10)	(10)	(10)	Total Non-current Assets	21,636	23,550	25,533	27,579	29,503
Operating Profit	2,838	2,519	2,700	2,728	2,950	Inventories	1,699	1,597	1,627	1,645	1,723
Finance Costs	(662)	(580)	(539)	(533)	(524)	Trade, Bills & Other Receivables	1,214	1,484	1,573	1,574	1,609
Share of Profits of JV / Associates	5	1	2	2	2	Prepayments	1,231	601	755	826	888
Profit Before Tax	2,181	1,940	2,162	2,196	2,428	Pledged Time Deposits	572	676	676	676	676
Income Tax	(372)	(302)	(337)	(342)	(379)	Cash & Cash Equivalents	1,470	1,163	1,126	555	947
Profit After Tax	1,808	1,637	1,825	1,854	2,049	Other Current Assets	46	63	39	41	42
Non-controlling Interest	(482)	(450)	(495)	(499)	(526)	Total Current Assets	6,231	5,583	5,797	5,315	5,885
Shareholders' Profit / Loss	1,326	1,187	1,330	1,355	1,524	Total Assets	27,867	29,133	31,330	32,895	35,388
Basic EPS	1.097	0.969	1.093	1.115	1.255	Trade, Bills and Other Payables	3,079	4,415	4,498	4,548	4,763
DPS	0.250	0.240	0.271	0.276	0.311	Contract Liabilities	1,514	1,346	1,371	1,387	1,452
						Bank and Other Borrowings	5,856	4,469	4,915	4,965	5,219
						Other Current Liabilities	92	214	235	237	255
						Total Current Liabilities	10,541	10,444	11,019	11,137	11,690
						Other Payables and Accruals	589	493	502	508	532
						Bank and Other Borrowings	6,779	7,165	7,415	7,490	7,873
						Other Non-current Liabilities	390	521	552	566	602
						Total Non-current Liabilities	7,759	8,179	8,469	8,564	9,007
						Total Liabilities	18,299	18,622	19,488	19,701	20,697
						Share Capital	1,493	1,457	1,457	1,457	1,457
						Reserves	5,393	6,230	7,231	8,250	9,396
						Total Shareholders' Equity	6,886	7,688	8,688	9,707	10,854
						Minority Interest	2,682	2,823	3,154	3,487	3,837
						Total Equity	9,568	10,511	11,842	13,194	14,691
						Total Equity and Liabilities	27,867	29,133	31,330	32,895	35,388
						BVPS	5.694	6.280	7.154	7.993	8.937

现金流量表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Profit Before Tax	2,181	1,940	2,162	2,196	2,428
Depreciation and Amortisation	1,421	1,534	1,607	1,684	1,766
Change in Working Capital	226	1,505	(390)	(136)	65
Other Operating Activities	555	347	270	256	207
Cash from Operating Activities	4,383	5,326	3,650	4,001	4,466
Capital Expenditure	(3,758)	(3,458)	(3,570)	(3,705)	(3,660)
Other Investing Activities	34	(17)	55	56	43
Cash from Investing Activities	(3,724)	(3,475)	(3,515)	(3,650)	(3,618)
Share Issuance / (Repurchase)	298	(36)	0	0	0
Issuance / (Repayment) of Debts	734	(949)	697	125	638
Dividends	(243)	(321)	(294)	(329)	(335)
Interest Paid	(637)	(651)	(539)	(533)	(524)
Other Financing Activities	(234)	(201)	(36)	(185)	(235)
Cash from Financing Activities	(82)	(2,158)	(172)	(923)	(456)
Cash at Beg of Year	893	1,470	1,163	1,126	555
Net Changes in Cash	577	(307)	(36)	(571)	393
Cash at End of Year	1,470	1,163	1,126	555	947

财务比率					
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Gross Margin	18.8	17.8	19.1	19.0	19.3
Operating Margin	12.3	10.7	11.1	11.1	11.4
Net Margin	5.7	5.1	5.5	5.5	5.9
ROA (%)	6.8	5.7	6.0	5.8	6.0
ROE (%)	15.1	11.8	11.9	10.8	10.9
Net Gearing Ratio (%)	110.7	93.2	88.9	85.1	78.1
Interest Coverage (x)	4.3	4.3	5.0	5.1	5.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区之内人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

©2024国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com