

中国心连心化肥：中报极为靓丽，弱势行情中的金矿！ - 安信国际 许海韬

中期业绩大幅增长。中国心连心化肥今天上午公告 2015 年上半年业绩，其中收入为人民币 28.85 亿元，同比增长 19%：其中尿素收入同比提升 11%至 16.06 亿元（销量同比提升约 6%，ASP 同比提升约 5%），甲醇收入同比下降 21%至 3.02 亿元（销量同比下降约 17%，ASP 同比下降约 5%），复合肥收入同比增加 51%至 8.99 亿元（销量同比提升约 44%，ASP 同比增加约 5%）。公司整体毛利率 25%，同比提升 10 个百分点：尿素毛利率高达 27%，同比大幅提升 12 个百分点；甲醇毛利率为 15%，同比下跌 9 个百分点；复合肥毛利率大幅提升 16 个百分点至 24%。归母净利润 2.45 亿，同比大增 283%，每股收益 0.2087 元。

下半年煤价止跌企稳概率较大，公司成长性来源于产能扩张以及产品结构调整带来的毛利率提升。上半年尿素价格小幅反弹以及尿素价格震荡下跌是公司毛利率大幅回升的原因之一，而现在煤炭大多已经跌破现金成本，产能也去的比较厉害，因此下半年煤炭继续下跌带来的成本进一步下降的可能性较低。但随着公司第 5 条生产线投产，以及差异化产品大力推广带来的 ASP 上升，将会是未来两年公司重要的成长性来源。

成本优势极为明显。公司前 3 条生产线成本已经降到 1400 元/吨，第 4、5 条生产线均采用水煤浆技术，随着 2013 年底第 4 条生产线投产，目前 4 厂完全成本已经降到 1250 元/吨，成本优势更加明显。2015 年 4 季度新疆第 5 条生产线将投产，且第 5 条生产线处于新疆煤炭产地，即使算上运费，完全成本仍不足 1300 元，远低于行业平均水平。随着公司产能的投放，生产成本具有持续下降空间，而这将反应在公司毛利率的提升上，我们预计 2015-17 年，随着新产能的不断投放，公司毛利率将站稳 20%以上。

维持“买入”评级。公司属于香港中小市值个股中稀缺的绩优股，今年公司股价涨幅一度翻番，最近受大盘系统性回调影响出现下跌，对比华鲁恒生、鲁西化工、湖北宜化等 A 股同业，我们认为公司在产能、盈利能力方面更具优势，当前股价对应市盈率仅 8.6 倍、市净率仅 1.02 倍；而随着新疆产能的投放，2016 年公司业绩仍会进一步大幅增长。建议把握市场难得的错杀机会，预计公司 2015-17 年 EPS 分别为 0.297 元，0.521 元，0.572 元，给予 15 年 18 倍市盈率，维持买入，目标价 6.68 港币。

风险因素。（1）尿素需求持续不振；（2）新疆产能投产进度低于预期