

中国心连心化肥（1866）\港股行业

——尿素行业整合加速，低成本龙头充分受益

投资要点

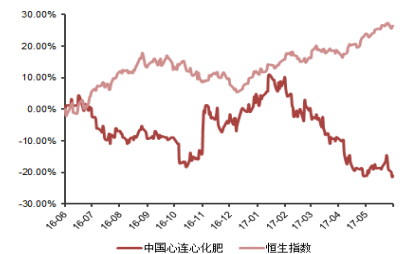
- 心连心是中国龙头尿素企业之一。**公司作为中国化肥行业领军企业以及中国单体规模最大的煤头尿素企业，目前主要拥有新乡、新疆两大生产基地，主要具备260万吨尿素、185万吨复合肥以及30万吨甲醇的年生产能力。
- 成本优势助力公司穿越行业低谷。**基于先进的煤气化技术，公司在行业内拥有绝对的成本优势。2016年公司单吨尿素平均销售成本仅920元，在低迷的市场行情下仍达到了19%的毛利。公司产能利用率保持稳定，尿素，甲醇均超过110%。
- 未来尿素行业集中度提高，龙头优势扩大。**尿素行业近年来产能过剩、需求增速下滑、出口受阻；去年随成本倒挂加重，行业在年底筑底。未来行业集中度将在一波三折的去产能浪潮中得到提高，优质产能将对落后产能进行产能置换，龙头企业市占率有望提升。心连心尿素有望锁定350元/吨毛利。
- 垂直整合抵御市场波动。**2018年一季度之前，公司将甲醇、三聚氰胺、煤矿改造等多个项目建成投产，为业绩提供持续推动力。同时公司着力推进九江基地的建设，其中30万吨复合肥将在今年9月份完工。通过产业链的进一步延伸完善，公司能够更有效地根据市场环境自由调节产品结构，有效对冲市场价格波动带来的影响。
- 差异化竞争提升公司毛利。**呼应化肥零增长行动方案，国家大力推行高效肥。2016年，公司三大高效肥料控失肥、腐殖酸肥、聚能网肥销售收入占比30%，随新疆等新基地的扩张以及当地销售渠道的打开，公司高效肥在销售收入占比力争在2019年达到70%。高效尿素较普通尿素毛利大幅提升。
- 风险提示**
 尿素产能退出不及预期；短期煤炭旺季

投资建议： 推荐
当前价格： 2.03元
目标价格： 2.00~2.80元
首次覆盖

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1000/637
流通A股市值（百万元）	2030
每股净资产（元）	3.04
资产负债率（%）	69.94
一年内最高/最低（元）	2.70/1.85

一年内股价相对走势



马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maqx@glsc.com.cn

胡亦明

电话：17701518865

邮箱：huym@glsc.com.cn

相关报告

《尿素行业深度报告——底部确认，震荡向好》

盈利预测及估值	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入（百万元）	5810	5723	6929	7702	7722
增长率（%）	13.75	-1.5	21.07	11.16	0.26
EBITDA（百万元）	1073	815	1069	1311	1341
净利润（百万元）	409	30	352	535	550
增长率（%）	69.76	-92.63	1074.47	51.93	2.79
EPS（元/股）	0.35	0.03	0.35	0.54	0.55
市盈率（P/E）	4.93	57.53	5.05	3.32	3.23

数据来源：公司公告，国联证券研究所

正文目录

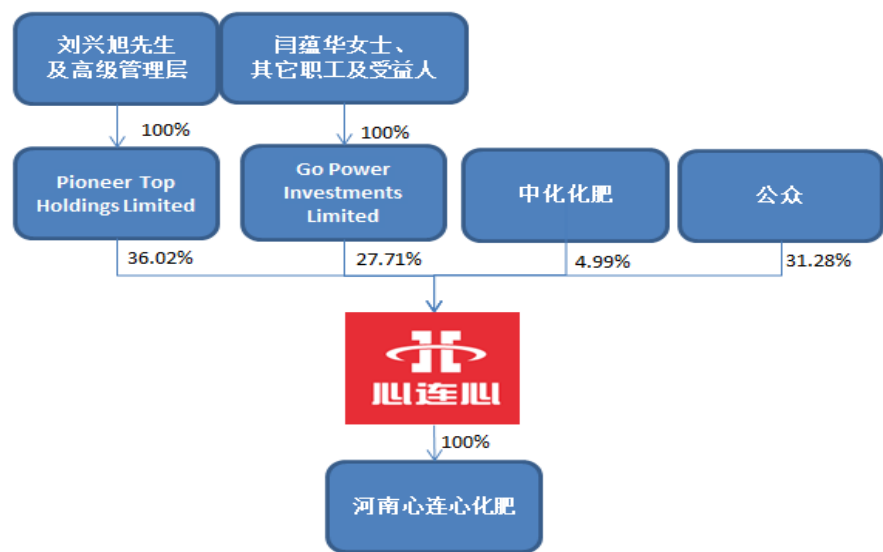
1.	心连心是中国最大且生产成本最低的煤头尿素企业之一	3
1.1.	河南省最大的尿素生产商.....	3
1.2.	成本效益明显，助力公司穿越行业低谷.....	4
1.3.	公司净利受行业拖累，产能利用率保持稳定.....	5
2.	未来尿素行业集中度提高，龙头充分受益	7
2.1.	行业现状：产能过剩严重，国内需求疲软，出口受阻.....	7
2.2.	成本倒挂加重，开工率滑坡.....	12
2.3.	最差时点已过，价格恢复性上涨，低成本龙头充分受益.....	15
3.	垂直整合+差异化竞争，公司业绩能见度高	18
3.1.	产销结构调整，一季度业绩亮眼.....	18
3.2.	垂直整合，抗风险能力提升.....	18
3.3.	新型肥料前景大有可观，差异化竞争提升公司毛利.....	20
3.4.	销售队伍扩张迅速，成长为产供销一体农化服务企业.....	21
4.	后市展望	21
5.	盈利预测	22
6.	风险提示	23

1. 心连心是中国最大且生产成本最低的煤头尿素企业之一

1.1. 河南省最大的尿素生产商

中国心连心是于2006年7月在新加坡注册成立的有限公司，公司总部和主要营业地点位于河南新乡经济开发区。刘兴旭先生为公司董事长及实际控制人。作为中国化肥行业领军企业以及中国单体规模最大的尿素企业，目前主要拥有新乡、新疆两大生产基地，具备尿素产能260万吨、复合肥产能185万吨、甲醇产能30万吨，以及5万吨糠醇和6万吨三聚氰胺的生产能力，同时拥有两座煤矿以及一条铁路专用线。

图表1：公司股权结构



来源：公司资料 国联证券研究所

河南心连心化肥有限公司1969年建厂，2003年从国有改制为民营企业。其控股股东中国心连心化肥有限公司于2009年在香港联合交易所主板挂牌上市。

图表2：公司发展历程



来源：公司网站 国联证券研究所

图表3: 纵横整体产业链的产品供应

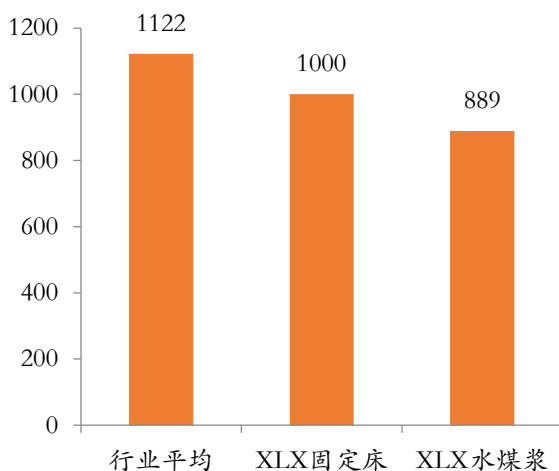


来源: 公司资料 国联证券研究所

1.2. 成本效益明显, 助力公司穿越行业低谷

心连心坚持以“总成本领先、差异化竞争”的战略方针, 目前是中国最具成本效益的尿素生产企业, 连续五年被国家工信部与中国石油和化学工业联合会评为“合成氨能效领跑者标杆企业”。2015年吨氨综合能耗1081千克标准煤, 吨氨电耗1076千瓦时。公司固定床单吨尿素消耗615千克煤、740度电; 较行业平均800千克煤, 900度电具备明显优势。

图表4: 2016年尿素生产成本对比 (元/吨)



来源: 公司年报 国联证券研究所

图表5: 尿素龙头毛利比较

	2015	2016	产能 万吨
中国心连心化肥	27%	19%	260
华鲁恒升	28%	18%	180
湖北宜化	17%	3%	320
阳煤化工	14%	-3%	556
中海石油化学	30%	-6%	236

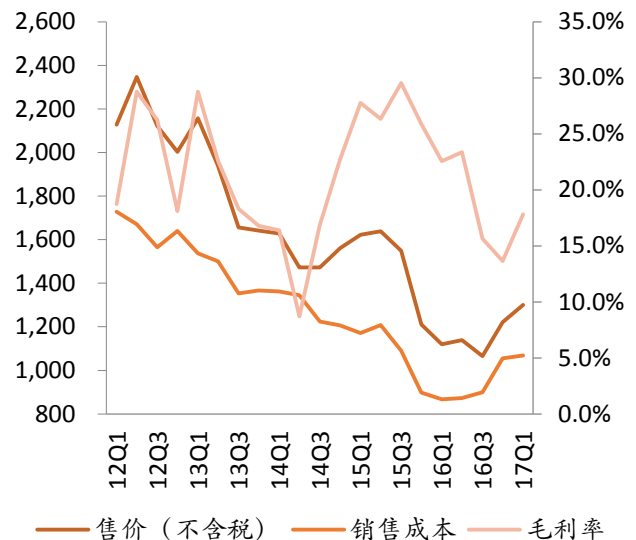
来源: 各公司年报 国联证券研究所

图表6: 低成本支撑公司业绩 (亿元)

平均售价	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	1Q17
尿素 (不含税)	2,142	1,846	1,535	1,481	1,135	1,301
甲醇 (不含税)	2,225	2,189	1,991	1,608	1,578	2,146
复合肥	2,513	2,247	2,058	2,153	1,748	1,741
平均销售成本						
尿素	1,652	1,438	1,280	1,075	920	1,069
甲醇	2,138	1,725	1,494	1,408	1,341	1,534
复合肥	2,171	2,003	1,738	1,725	1,455	1,487
毛利率						
尿素	22.9%	22.1%	16.6%	27.4%	19.0%	17.8%
甲醇	3.9%	21.2%	25.0%	12.4%	15.0%	28.5%
复合肥	13.6%	10.9%	15.6%	19.9%	16.8%	14.6%
合计	18.4%	18.4%	22.5%	14.8%	15.3%	23.1%

来源: 公司业绩整理 国联证券研究所

图表7: 心连心尿素售价、成本、毛利



来源: 公司业绩整理 国联证券研究所

就公司核心产品尿素而言,其成本优势明显。2012年以来公司尿素成本一路下降,一方面是由于原料煤炭价格的下降;另一方面是公司四厂、五厂水煤浆装置的投入使用。

2016年全国尿素行业亏损严重,而公司凭借优异的成本控制能力,单吨尿素平均销售成本仅920元,依然实现了整体19%的毛利率。心连心四厂、新疆基地共130万吨水煤浆工艺成本控制能力更是达到了行业内最高水平,其生产成本较公司一到三厂的固定床技术成本平均低11.1%,较行业平均低20.7%。尿素副产的甲醇以及下游的复合肥,近年来毛利率也基本保持在13%以上。通过调节各产品的生产销售比例,公司整体毛利基本保持在15%以上。

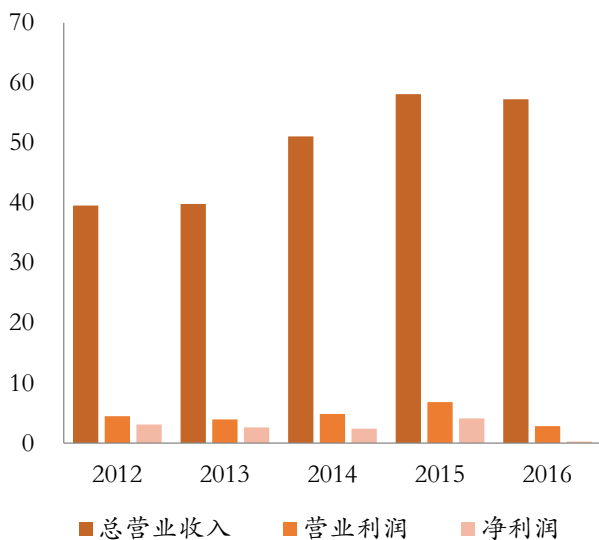
1.3. 公司净利受行业拖累, 产能利用率保持稳定

近年来随新建项目投产,公司营收稳定增长。2016年,受行业市场售价下降影响,公司尿素平均售价同比降低23%至1135元/吨,复合肥平均售价降低19%至1748元/吨,甲醇平均售价降低2%至1578元/吨。公司全年收入下跌1.34%至57.2亿元,净利润大幅下降92.6%至3012万元。

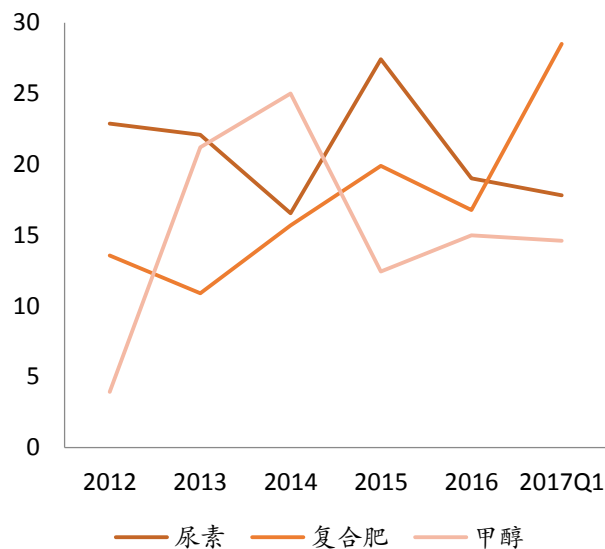
得益于公司成本、销售渠道以及安全环保各方面优势,公司产能利用率保持高位。2016年,公司尿素产量288万吨,产能利用率111%;复合肥产量97.6万吨,产能利用率71%;甲醇产量34.2万吨,产能利用率114%。

图表8: 公司营收 (亿元)

图表9: 主营业务毛利 (%)

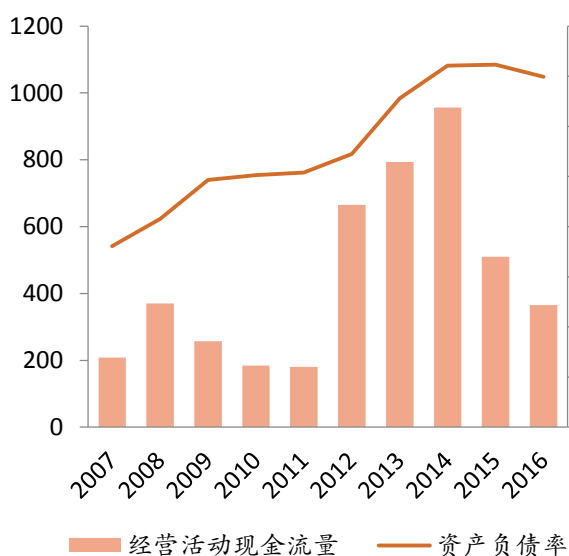


来源: Wind 国联证券研究所



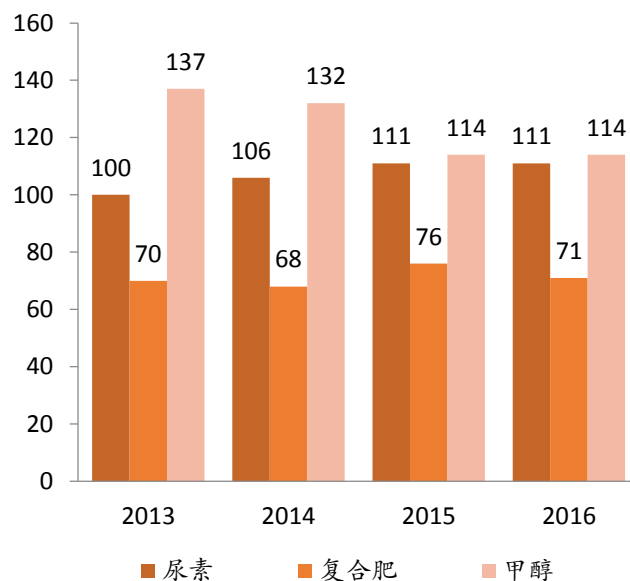
来源: Wind 国联证券研究所

图表10: 经营现金流量(百万元)、资产负债率(%)



来源: Wind 国联证券研究所

图表11: 公司产能利用率(%)



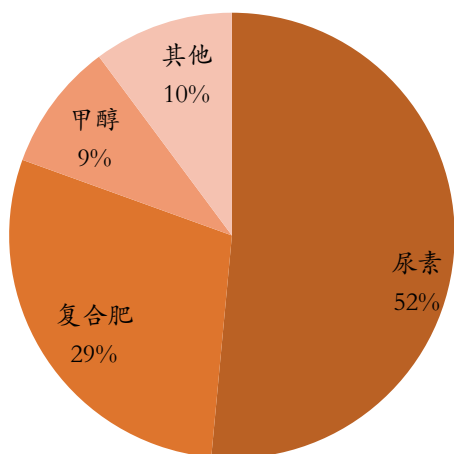
来源: Wind 国联证券研究所

公司财务表现稳健, 经营活动现金流量强劲, 资产负债率控制良好, 支撑公司发展。

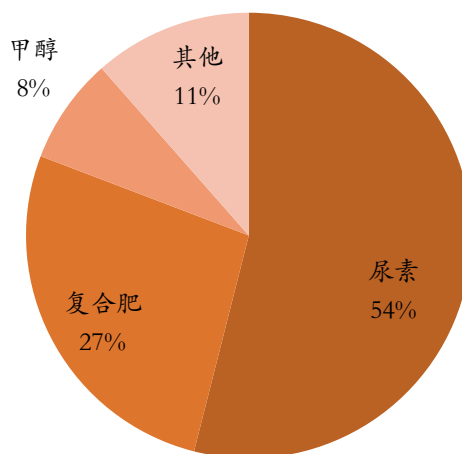
2016年, 公司尿素、复合肥、甲醇分别占主营收入52%、29%、以及9%。其余10%主要包括糠醇、车用尿素以及三聚氰胺的生产销售。

图表12: 2016年营业收入构成

图表13: 2016年营业利润构成



来源：公司年报 国联证券研究所



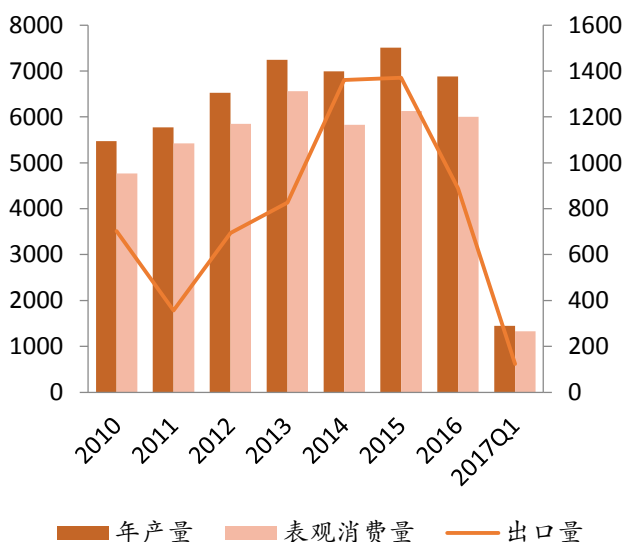
来源：公司年报 国联证券研究所

2. 未来尿素行业集中度提高，龙头充分受益

2.1. 行业现状：产能过剩严重，国内需求疲软，出口受阻

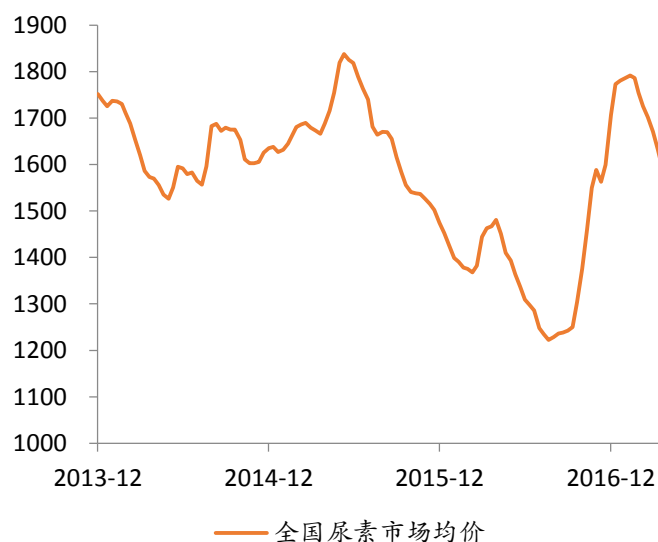
产能过剩。十二五以来，我国尿素行业产能快速扩张，2016年初，全国有效产能约8250万吨。若加上名存实亡的闲置产能，总产能超过1亿吨。而近两年年产量在7000万吨左右，产能利用率在68~70%。产能过剩，价格低迷，行业整体亏损。

图表14：年产量、出口量、表观消费量（万吨）



来源：Wind 百川资讯 国联证券研究所

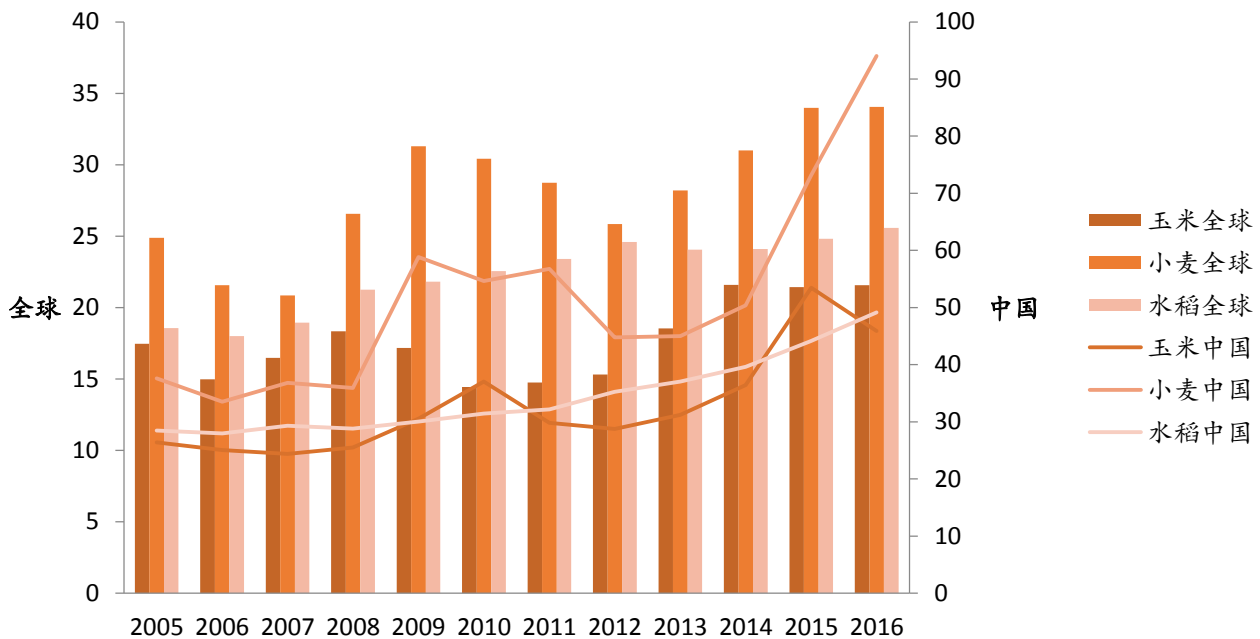
图表15：中国尿素价格（元/吨）



来源：Wind 国联证券研究所

2016年随国内尿素价格继续走低，行业亏损加重。根据国家统计局的数据显示：2016年氮肥行业主营收入2235.5亿元，同比下降12%，全行业亏损222.8亿元，较2015年增亏193.9亿元，行业亏损面50.7%。

图表16: 国内三大粮库存消费比高企



来源: Bloomberg 国联证券研究所

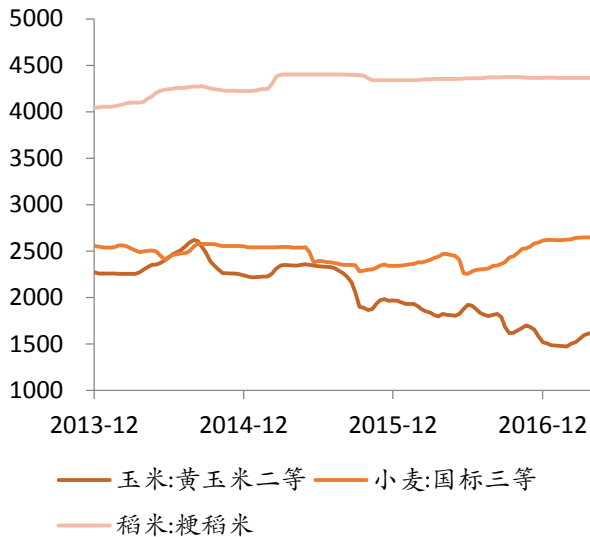
需求疲软。从国内需求端来看，农业生产占据了76%的尿素消费，包括氮肥及复合肥等；工业生产占据了24%，主要应用在人造板的制造，三聚氰胺的合成，以及火电脱硝、车用尿素等环保领域。工业领域尿素需求稳定。

农业方面，粮价低迷打击农户种粮积极性。尤其是玉米临储政策的取消，玉米价格单边下滑，对尿素需求负面影响较大。同时中国化肥利用效率较低，9%的耕地使用了全世界35%的肥料，浪费较大。2015年2月农业部发布《到2020年化肥使用量零增长行动方案》，力争测土配方施肥技术推广覆盖率达到90%，肥料利用率提高到40%，实现农作物化肥使用量零增长。尿素需求将因此被挤压。

2016年10月，国务院公布了关于印发全国农业现代化规划（2016-2020年）的通知。通知称将逐年削减玉米种植面积约4000万亩，在2020年降至5亿亩；同时增加大豆种植面积，从2015年的9800万亩上升至1.4亿亩。而在大豆种植中，几乎不需要人为施加氮肥，这无疑进一步降低了中国尿素未来几年的需求。今年农业部启动“农业绿色发展五大行动”，其中，果菜茶有机肥替代化肥行动旨在降低果菜茶优势产区的化肥用量。综合以上因素，我们认为在2020年前，中国尿素年需求量不会有明显增加。从历年我国尿素表观消费量数据可推测我国年需求将稳定在5700万吨左右。

图表17: 国内三大粮价格 (元/吨)

图表18: 尿素农业刚性需求



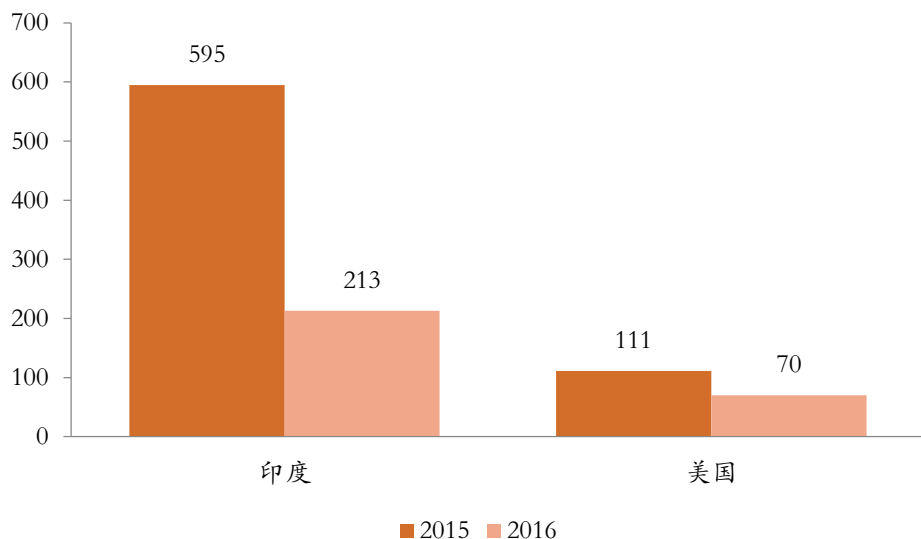
来源: Wind 百川资讯 国联证券研究所

每公顷平均所施氮肥 (折纯N) (千克)	2016 年我国三大粮种植面积 (千公顷)	
玉米	238	36760
小麦	227	24186
水稻	188	30162
合计	1990 万吨氮, 或 4328 万吨尿素	

来源: 《中国三大粮食作物氮肥利用率的时空变异特征》 Wind 国联证券研究所

出口受阻。近年来随关税政策的逐步放开,出口成为缓解我国尿素行业产能过剩的重要手段。2014、15年,出口关税改革后,年出口量达到1300万吨以上,约占国内尿素产量的20%。(2014、2015年国际尿素价格高于中国,出口有利可图。)而2016年出口量仅为887万吨,同比下降35%。

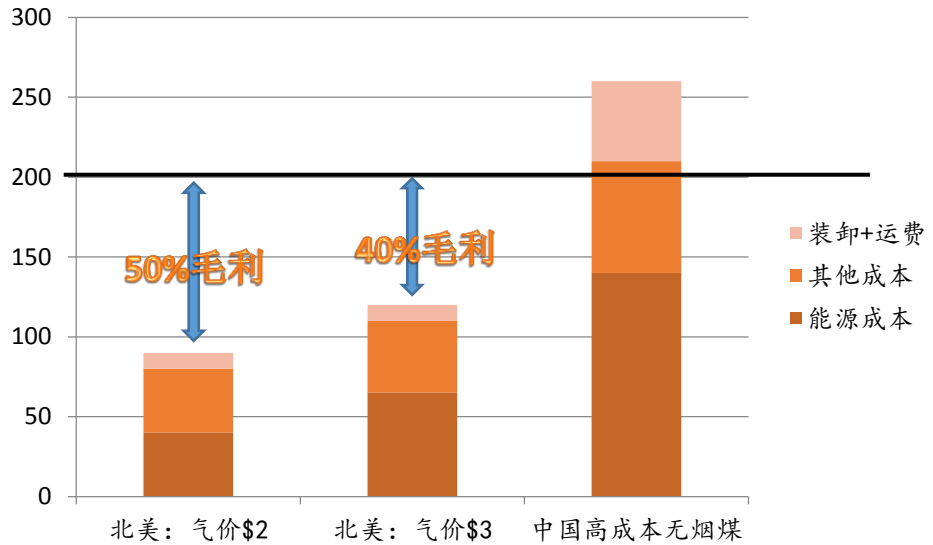
图表 19: 2016 年我国出口印度、美国的尿素分别同比下降 64% 和 37% (万吨)



来源: Wind 国联证券研究所

究其原因,从国外尿素企业成本竞争力来看,北美页岩气革命使美国成为全球天然气价格洼地并开始出口;低油价以及2022年前全球LNG供应过剩又使得欧洲气价大幅下降。因此,近年来国外天然气尿素厂商成本优势极为明显,较低的国际价格让中国尿素出口毫无利润可言。美国自给率的提高;印度周边国家低成本产能的扩张等种种因素作用下我国出口承压,量价齐跌。

图表 20: 中国无烟煤尿素企业处于成本末端,支撑国际尿素价格



来源：国联证券研究所

进入 2017 年，国内开工率下滑导致国内市场出现短期供不应求，内销价格高于出口售价，仅港口库存有出口意向，因此出口数量进一步下滑（目前港口库存约在 100 万吨）。虽然取消了 80 元/吨的关税，我国尿素的海外竞争力没有实质性改善。目前业内支持尿素出口退增值税的呼声越来越高，若该政策在今年 7-10 月窗口期落地，将有望利好出口行情。受国内价格支撑，6 月我国出口尿素价格基本在 220 美元/吨离岸价。

图 22: 尿素价差 国际-国内 (美元/吨)

年份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2017	取消关税											
2015、2016	80元/吨											
2014	15%+40元/吨					40		15%+40元/吨				
2013	75%+2%					2%		75%+2%				
2012	110%					7%		110%				
2011	110%					7%		110%				
2010	7%	110%				7%		110%	7%			
2009	7%	110%				10%		110%	7%			
2008	30%		35%		135%				185%		175%	

来源：Bloomberg 国联证券研究所

图 22: 尿素价差 国际-国内 (美元/吨)



来源：Wind 国联证券研究所

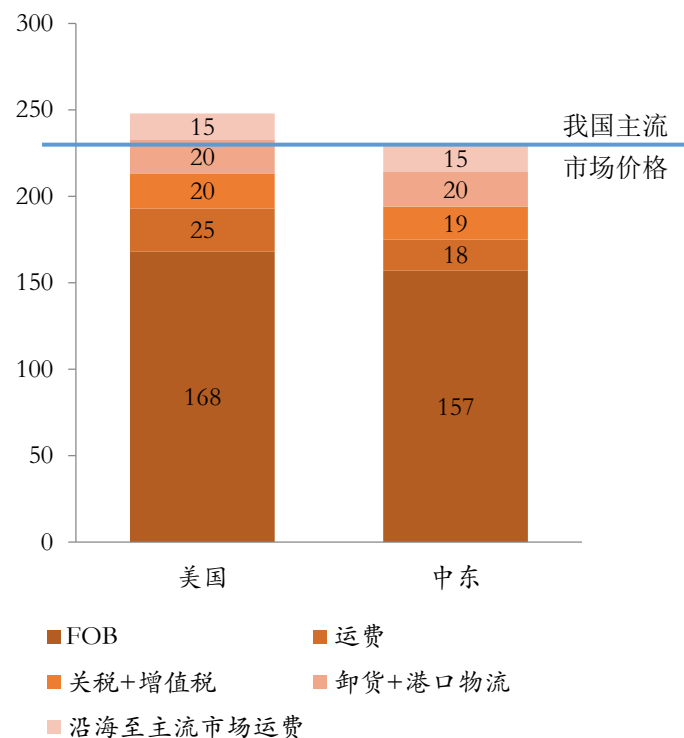
越来越大的国内-国际价差让越来越多的海外尿素探寻销售至中国的可能性。考虑当前国内价格及运费，若中东离岸价格下滑至 160 美元/吨，我国批量进口尿素或将成为现实。目前，我国尿素年进口配额为 330 万吨，配额内进口关税税率 1%，超配部分普通税率为 150%，最惠国税率 50%。

图表23: 国外尿素出口至中国竞争力分析(美元/吨)

	美国	中东
气价	3MMBTU	1.5MMBTU
成本	110	75
20%毛利售价	132	90
集港+物流		~20
可承受最低 FOB	152	110
目前最低 FOB	168	157
至中国运费	~25	~18
配额内关税		1%
卸货+港口物流		~20
未来尿素增值税		11%
沿海至主流市场运费		~15
按可承受最低 FOB 价格 打入中国主流市场售价	230	176
按目前 FOB 价格 打入中国主流市场售价	248	229
目前中国主流市场价格	230	

来源：百川资讯 国联证券研究所

图表24: 国外尿素出口至中国竞争力分析(美元/吨)



来源：百川资讯 国联证券研究所

2.2. 成本倒挂加重，开工率滑坡

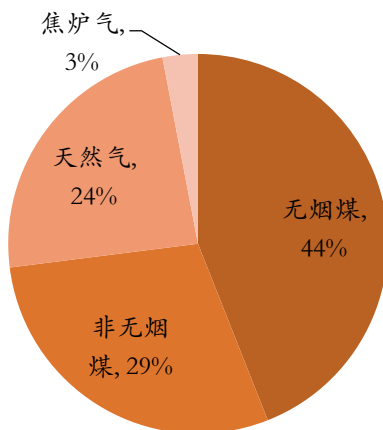
成本端优惠政策退出。2015年9月起，化肥行业恢复13%的增值税。2016年4月起，化肥行业优惠电价被取消，0.1元/度的上调增加煤头尿素成本约80元/吨。2016年9月实施的货运新政增加公路长途运货成本约35元/吨。2016年11月，发改委发布通知全面放开化肥用天然气价格。这些成本端的政策调整在给尿素行业带来短期阵痛的同时加快了落后产能的淘汰。

图表25：2017年4月国内主产区尿素成本构成

国内主产区成本构成	无烟煤	烟煤	天然气
煤/气耗	0.6-0.9吨	0.8-1.2吨	700立方米
电耗	740-900度	340-400度	200度
煤价/气价	950元/吨	580元/吨	1.5元/立方米
电价		0.42元/度	
蒸汽/氧气		250元	
人工+折旧		120元	
生产总成本	1250-1602元	977-1234元	1504元

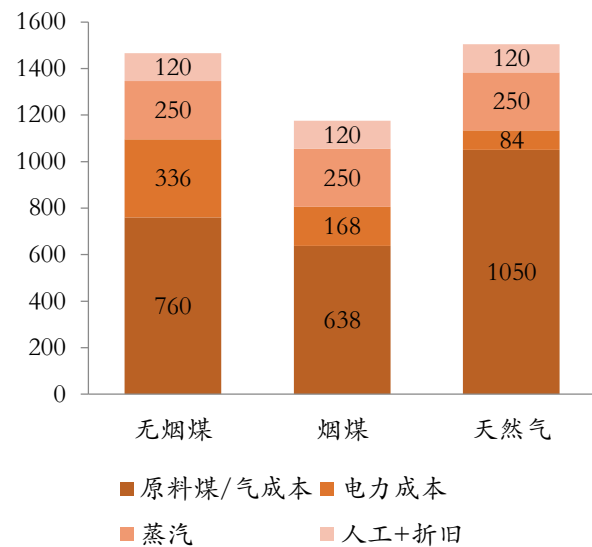
来源：国联证券研究所

图表26：2016年年底我国尿素产能原料构成



来源：心连心年报 国联证券研究所

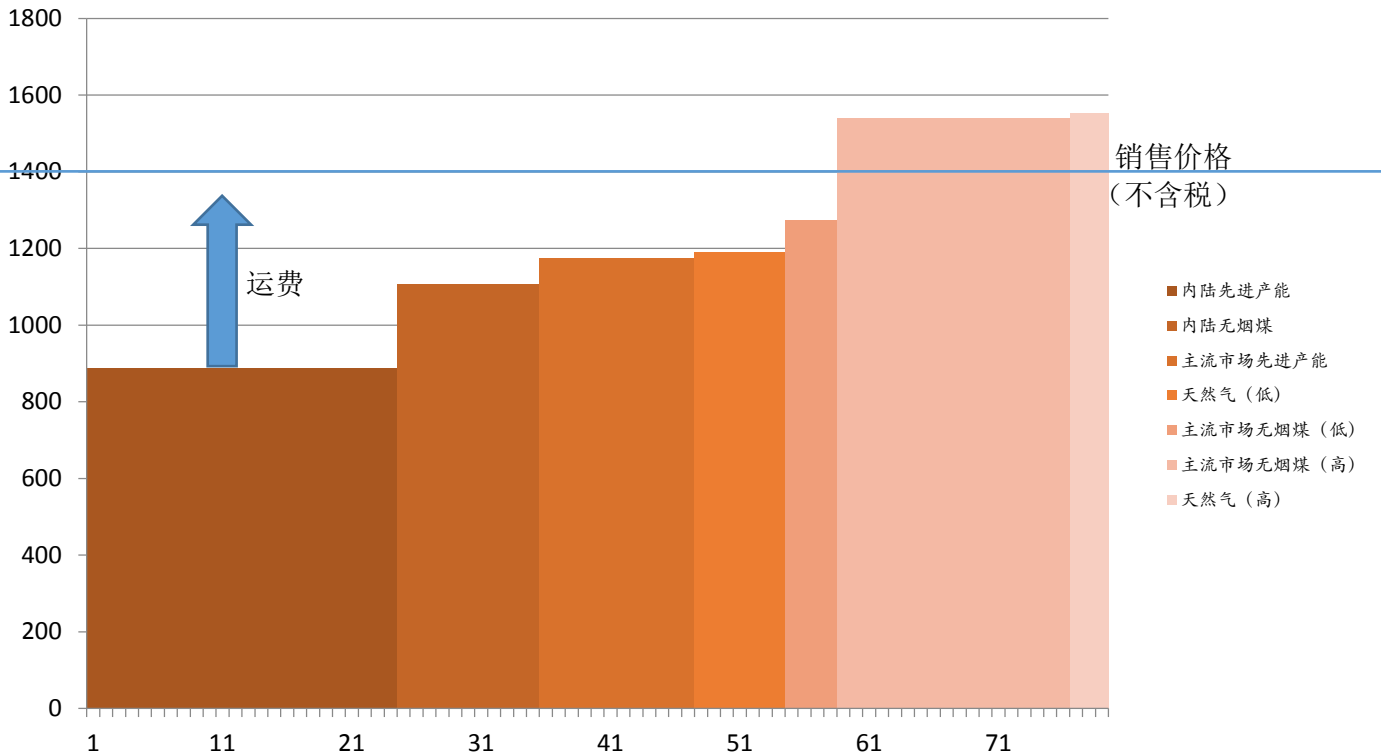
图表27：我国尿素成本构成（元/吨）



来源：国联证券研究所

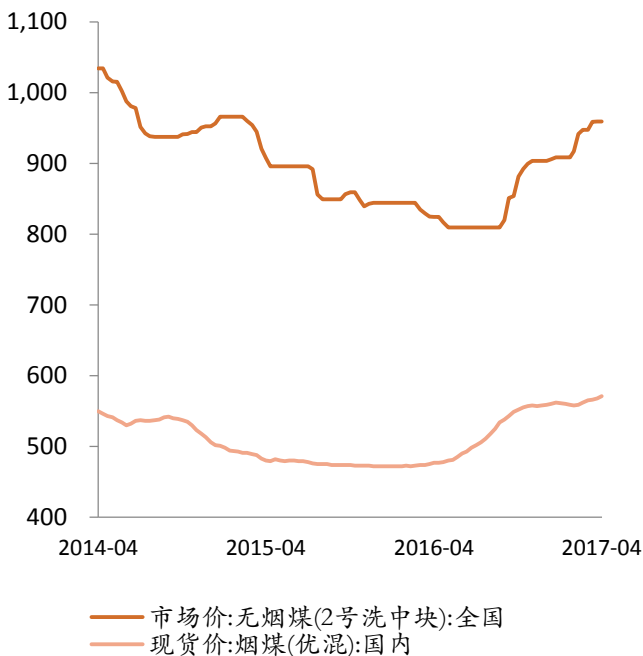
受原料价格影响，靠近资源地的新疆、内蒙等地尿素生产成本较国内主产区有较大优势。具体来看煤炭价格相比较低300~500元/吨，气价低0.35元/立方米。但是新疆、内蒙的低成本尿素受火运紧张影响，外发受阻，若要进入主流市场，需加上高达300-500元/吨的运费，大大降低了其在主流市场的竞争力。由于中国工业用天然气供不应求，气头尿素企业长期低负荷运作，实际生产成本要比1600元/吨更高。

图表28：2017年4月国内尿素完成成本（元/吨、百万吨）（按地域、原料分）



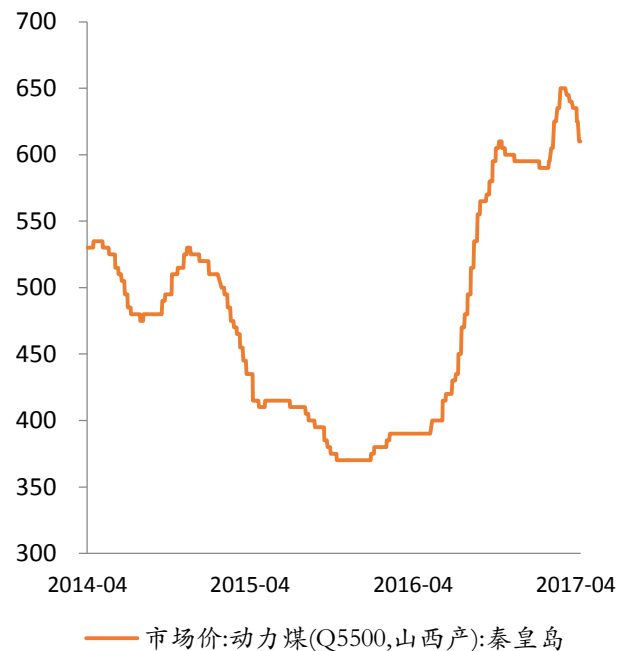
来源：CF 国联证券研究所

图表29：无烟煤、烟煤价格（元/吨）



来源：Wind 百川资讯 国联证券研究所

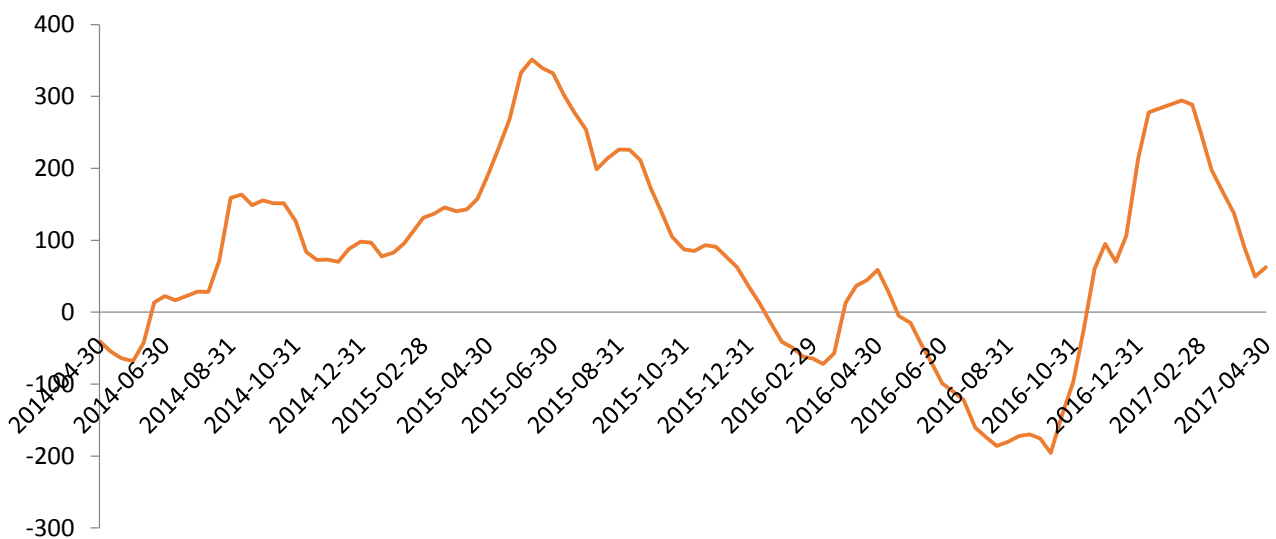
图表30：动力煤价格（元/吨）



来源：Wind 国联证券研究所

从产业链利润分配来看，尿素上游煤炭、天然气，尿素企业成本端议价能力极弱。而尿素下游被替代性又较高，一旦涨价农民将转而购买复合肥或其它氮肥。所以导致尿素企业销售端议价能力也较弱，经常出现有价无市的情况。综合来看，在供过于求的市场上，若成本端压力增大，尿素企业很难迅速将其传导至下游。

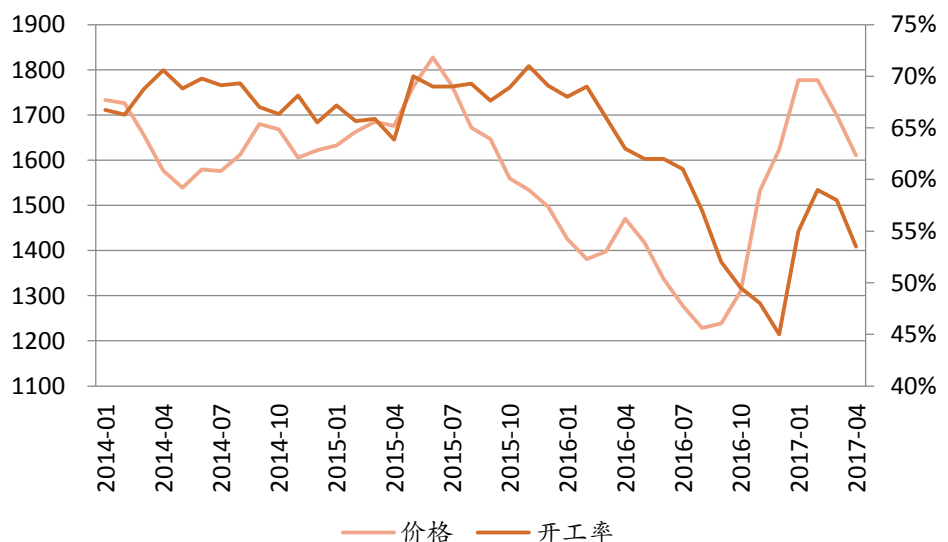
图表 31: 尿素-0.9*无烟煤-680 价差 (元/吨)



来源: Wind 国联证券研究所

成本倒挂加重造成开工率滑坡。就 2016 年 8 月份的市场情况分析, 成本端煤炭价格的快速上涨以及各项优惠政策的退出导致主流市场天然气、无烟煤尿素企业大幅亏损。这次行业大面积亏损与以往情况有所不同: 2015 年, 部分成本倒挂不严重的企业为降低单位生产成本减少亏损, 开足马力生产, 因此行业开工率较高; 而 2016 年, 对成本严重倒挂的企业来说开足马力生产只会加重亏损, 被迫停车。所以造成了 2016 年年底开工率急转直下跌破 50%, 其中气头尿素开工率更是不足 30%。此次行业大面积亏损更是正式拉开了行业去产能的序幕。

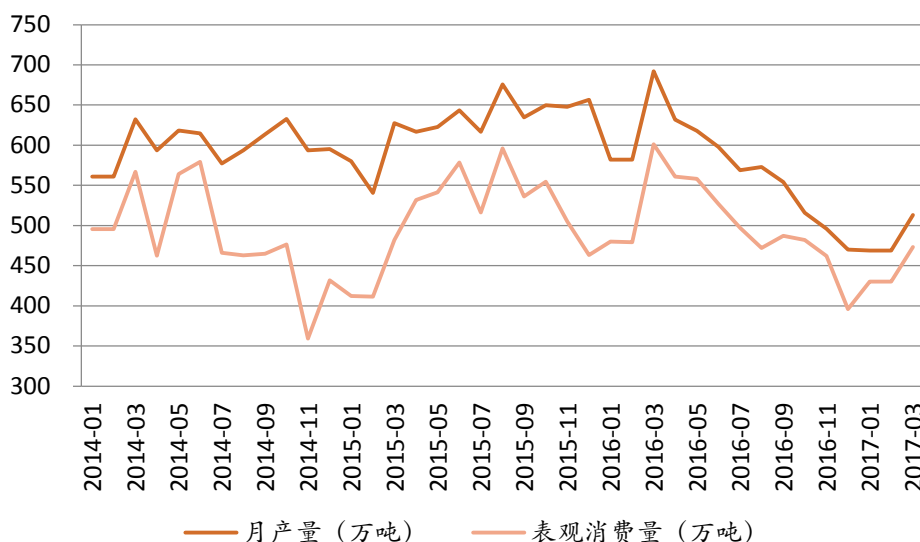
图表 32: 尿素价格 vs. 开工率



来源: Wind 百川资讯 国联证券研究所

附: 据百川资讯数据, 其统计的开工率 2016 年基于设计产能 8900 万吨; 2017 年起基于 7900 万吨。

图表 33: 尿素产量 vs. 表观消费量



来源: Wind 百川资讯 国联证券研究所

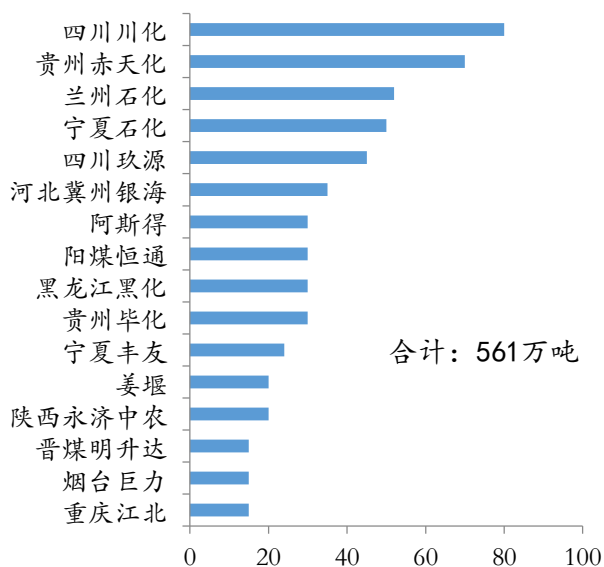
2.3. 最差时点已过，价格恢复性上涨，低成本龙头充分受益

最差时点已过。2016 年 10 月，成本端的涨价逐步传导到销售端，与低迷的开工率一起对尿素价格形成支撑。尿素煤炭价差在 10 月底触底后盈利有所恢复。

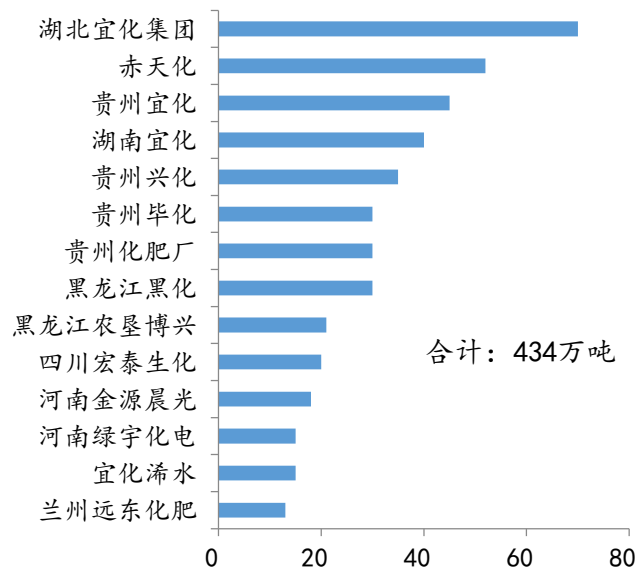
然而进入 2017 年 2 月，价差的扩大导致开工率的反弹。而经销商储货需求意愿又不足，价格转而下挫。开工率再次小幅下滑后价格于 4 月份开始企稳。主流市场价稳定在 1550 元/吨左右，开工率亦在 54%-60% 的区间徘徊。

从以上市场情况分析来看，国内尿素市场已经在 2016 年 10 月份左右见底，大量企业关停装置甚至退出，可以说最差时点已经度过。

图表 34: 2015 年长期停车产能统计



图表 35: 2016 年长期停车产能 (2017 年年初统计)



来源：百川资讯 国联证券研究所

来源：百川资讯 国联证券研究所

根据 CF Industry 今年 5 月发布的一季度业绩公告，中国 2015 年尿素行业退出产能约 510 万吨，2016 年 880 万吨。此外，目前有约 750 万吨临时停车产能，其复产情况将取决于未来盈利空间是否得到改善。

新增产能门槛提高。中国国土资源部于 2016 年 8 月印发的《关于落实国家产业政策做好建设项目用地审查有关问题的通知》明确指出，对于包括尿素在内的过剩行业的新增产能，将一律不再受理用地预审。这意味着，新进产能需要完成对已建落后产能的置换。这对产能投放企业的工艺技术、融资能力、经营管理都有更高的要求。

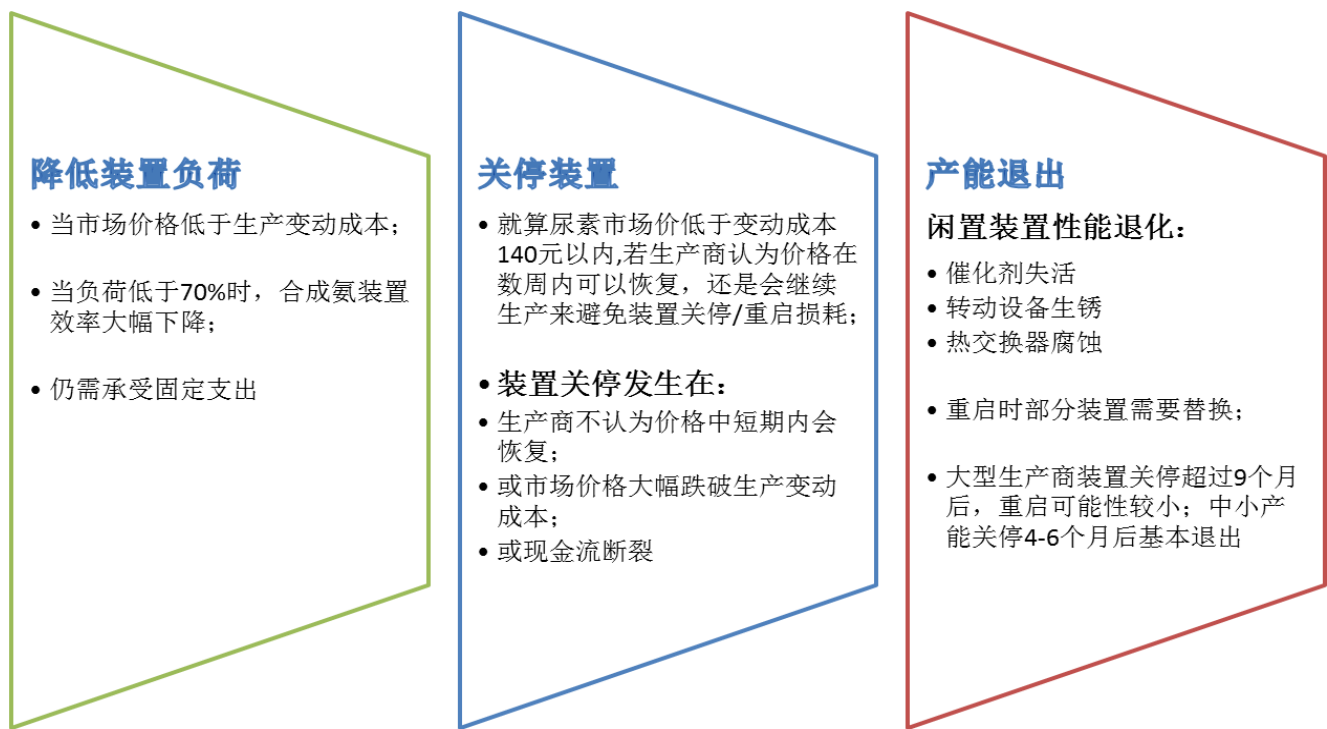
图表 36：未来全球新增产能

国家	公司	产能 (万吨)	合计	
玻利维亚	Epihara	70	2017 年：490	
中国	通化化工 (吉林)	30		
中国	鲁西化工 (山东)	50		
中国	山东瑞星	80		
俄罗斯	PhoAgro-Cherepovets	50		
美国	Agrium	58		
美国	Koch Nitrogen Co.	81		
美国	Iowa Fertilizer Co.	71		
中国	阳煤化工 (河北)	90		2018 年：530
中国	昊华骏化 (河南)	52		
中国	华鲁恒升 (山东)	100		
印度尼西亚	PT Petrokimia Gresik II	66		
伊朗	Lordegan Petrochemical	120		
美国	Dakota Gasification	36		
阿塞拜疆	Azerkimya(SOCAR)	66		
中国	心连心 (江西)	80	2019 年：410	
中国	Yili Resource (内蒙古)	104		
中国	晋煤矿业 (江苏)	52		
土库曼斯坦	Turkmenhimiya	116		
乌兹别克斯坦	JSC Navoiazot	58		
哈萨克斯坦	Kazazot	70		2020 年：70
尼日利亚	Dangote	130		2021 年：130

来源：CF 国联证券研究所

低效产能逐步退出。目前估计约有 750 万吨的产能处于暂时停车状态，还有大量的中小型企业调低了装置负荷。这些暂时停车与降低负荷的产能生产情况对市场价格极为敏感。在内需和出口双重疲软的情况下，一旦其大规模复产或增加负荷，国内供给超过内需，我国又将陷入依赖低价出口来消化自身产能的境地。国内价格将被迫再次与国际接轨，即低于无烟煤尿素企业成本线。在此过程中，又有一批低效产能将被迫退出。去产能是我国尿素行业必须要完成的任务，这个过程若不坚决就会循环往复。

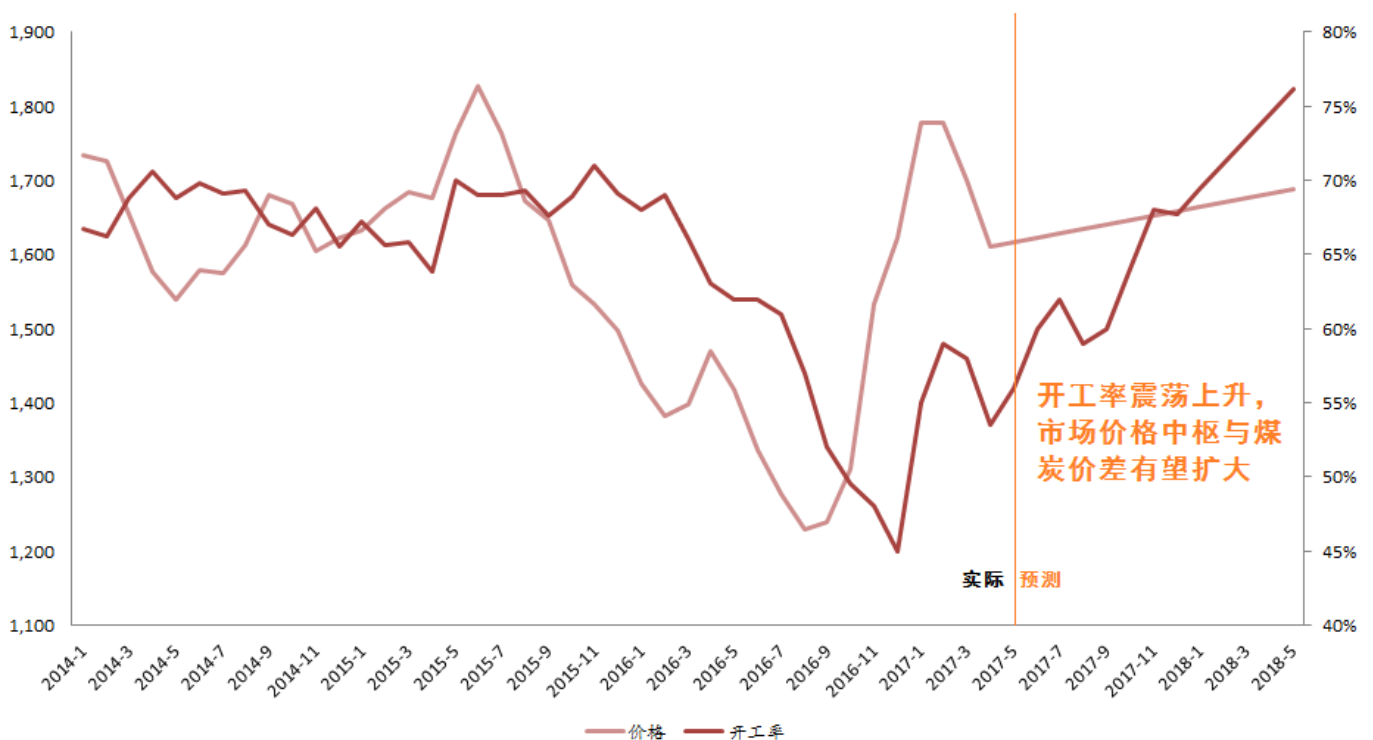
图表37: 产能退出步骤



来源: CF 国联证券研究所

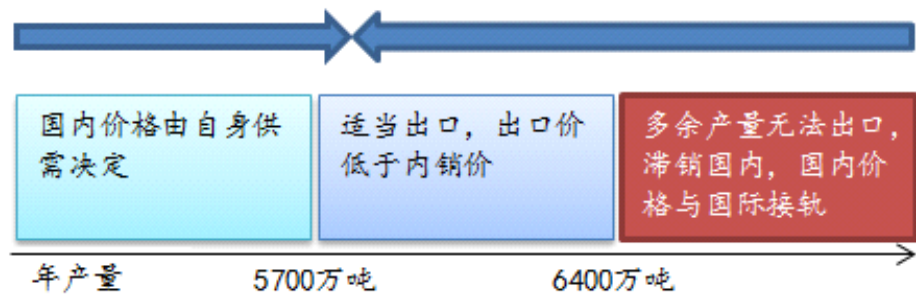
在去产能的过程中, 我国尿素行业将震荡向好。预计未来开工率震荡上升, 而短期市场价格与开工率互动震荡, 中期价格中枢上移, 与煤炭价差有望扩大。

图表38: 未来尿素价格、开工率预测



来源: 国联证券研究所

图表39：我国尿素未来市场情况（万吨）



来源：国联证券研究所

预计去产能完成后，国内产量将只略大于国内需求，在6000万吨/年左右。届时国内价格将主要受我国自身供需情况影响，尿素企业也才会有利润可言。6000万吨/年的产量对应6600万吨左右的产能，意味着还需要净淘汰1300万吨以上的落后产能。

行业龙头锁定盈利。连年亏损后行业暂时回暖带来的利润将主要用于缩减负债，而非资本开支。从政府调控的角度来看，2015年至今各项优惠政策的取消可以看出政府引导行业去产能的决心。目前叠加金融收紧、环保打压，行业低效产能压力倍增，新增产能准入门槛提高，行业在产能出清过程中，集中度得到提升，大型企业盈利能力将趋于稳定。从心连心一季度业绩来看，公司期间销售尿素毛利在231元/吨。行业出清后，这个数据有望维持在350元/吨以上。

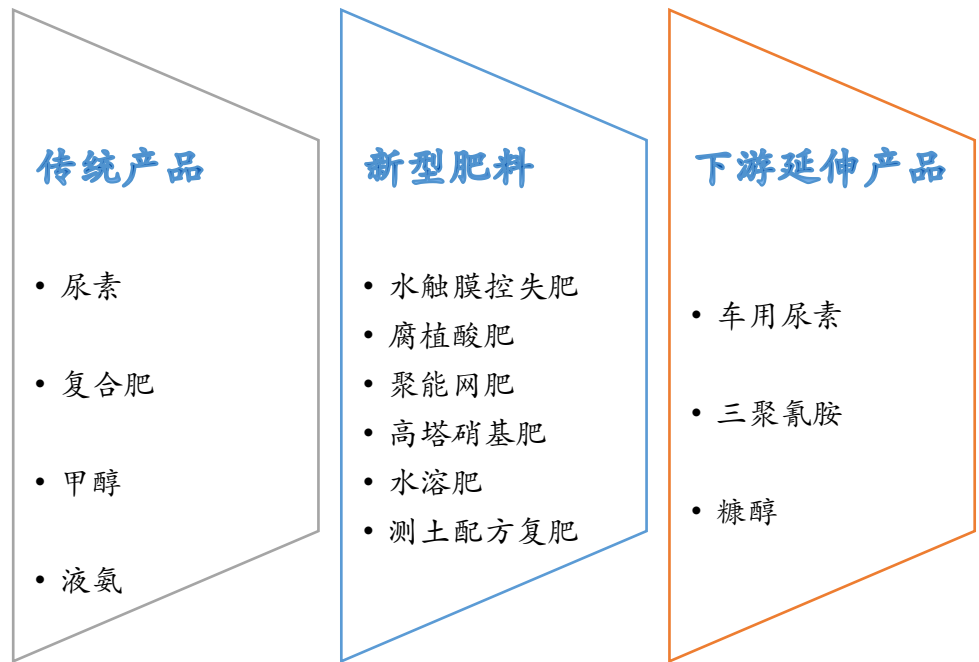
3. 垂直整合+差异化竞争，公司业绩能见度高

3.1. 产销结构调整，一季度业绩亮眼

2017年一季度，公司营收17.2亿元，净利润9300万元，同比提高127%。公司根据各产品的盈利能力调整其产品组合，在尿素盈利受限的市场情况下适当减少了尿素的产销量，加大了具有相对较高毛利的三聚氰胺、甲醇、液氨等产品的产销量。其中，年产6万吨三聚氰胺生产线于2016年8月投产以后，2017年一季度满负荷生产，销量1.6万吨，实现营收9600万，毛利率高达54%。

3.2. 垂直整合，抗风险能力提升

图表40：公司逐步完善差异化产品结构



来源：国联证券研究所

除尿素、复合肥等传统产品以外，近年来公司积极拓展甲醇、三聚氰胺等产品产能。通过进行尿素产量的内部消化，公司能够根据市场环境自由调节产品结构，有效对冲尿素价格波动带来的影响。

多项目建设投产为业绩提供持续推动力。公司目前在建四个项目：

新疆90万吨煤矿改造项目，预计将于2017年底前完工。完工后煤炭完全成本150元/吨，主要用于供应新疆基地生产。公司抗原材料价格波动能力将得到加强。

新疆6万吨三聚氰胺二期，公司采用目前最先进的高压法生产工艺，预计将于2018年一季度完工。

河南30万吨甲醇，预计2017年8月份完工。

江西九江基地筹备建设。心连心计划分两期在江西九江建设公司第三基地，该基地计划包括尿素、复合肥、甲醇、二甲醚等项目并设有货运码头。其中第一期30万吨复合肥已在建，预计2017年9月份完工。此外该基地80万吨尿素项目目前仍在论证阶段，预期将完成对当地低效产能的产能置换。

图表41：公司在建项目进展顺利

项目名称	主要产品	预计完工
新疆煤矿改造	产能90万吨煤矿改造，主要供新疆基地生产	2017年年底
新疆三聚氰胺二期	6万吨高压法制三聚氰胺	2018年一季度
河南甲醇	30万吨甲醇	2017年8月
九江基地建设	30万吨复合肥	2017年9月

来源：公司资料整理 国联证券研究所

随在建项目的陆续投产，公司产业链布局将更加完整，有利于降低公司化肥产品盈利的周期性波动，公司抗风险能力得到提高。同时随产品产量增加，成本降低，毛

利率改善，未来3-5年业绩增长能见度高。

3.3. 新型肥料前景大有可观，差异化竞争提升公司毛利

2014年以来，随粮价走低，农户增产意愿降低。公司新型肥料销售利润占比有所下降，但销售收入占比仍逐年提高，2016年占公司收入约30%。目前，过量施肥问题正受到国家的高度关注。未来施肥将向平衡施肥、省工省力、机械施肥、滴管设施施肥这四个方向发展。未来粮价下降空间不大，有望筑底回升，新型肥料也将具备较为广阔的发展前景。

2016年，心连心设立国家首个国家级氮肥研发中心，重点研发推广水触膜控失肥、腐植酸、聚能网、车用尿素等系列高效产品。针对传统尿素容易流失、肥效期短等问题提出相应解决方案。同时公司基于未来玉米种植面积减少，花生、豆类作物及其它经济作物种植面积会增加的市场预测，积极调整化肥品种和配方，同时对产品整体包装也进行了升级。未来，心连心会继续将传统尿素的改性增效作为重要的突破点，发挥国家氮肥研发中心的平台作用，为化肥零增长提供全方位的技术支撑。

图表42：公司主要新型肥料分类

	作用原理及功效	备注
水触膜控失肥	遇水后自动生成一层养分保护膜，在保证作物所需养分从内部顺利释放的同时，可防止外部水分的进入，并在外层保护膜溶解后，内层高分子触水进一步生成新的保护膜，一层层形成连环养分控制微循环调节系统，有效地控制养分流失。同时加入活性增效因子，促进作物根系发育。	水触膜控失尿素是心连心与中科院联合研发的全新技术产品，该技术耗资数千万，首次采用潜艇防水毯科技，突破性地开创了“触水生膜，多层控失”技术。提升作物产量约10%。
腐植酸肥	心连心黑力旺腐植酸尿素采用纯天然优质腐植酸生产，具有疏松土壤、活化养分、增强抗性、改善品质的功效。	适用于盐碱地，起到有机肥的作用。提升作物产量约10%。
聚能网肥	聚能网尿素溶解后迅速张开形成网状结构，将肥料养分锁住，并不断吸附土壤中的养分，在植物根部形成充盈的养分库，减少养分流失挥发，提高肥料利用率30%左右，作物平均增产10%左右。施用聚能网以后可改良土壤，增强作物抗逆能力，促进植物生长，增强抗性，改善作物品质。	聚能网尿素由公司自主研发，其特含的高分子物质，荣获“美国总统绿色化学挑战奖”、“国家重点新产品”，是目前世界公认的高分子绿色产品。提升作物产量4%-7%。
高塔硝基肥	溶解性好，硝态氮上效快，可直接被作物吸收，铵态氮可持续提供养分，速效加长效。且肥料利用率高，不含缩二脲，避免烧根伤苗。	
水溶肥	可以应用于农业滴灌系统，进行水肥一体化，大大节约人力成本，可以同时提高农作物对水和化肥的利用率。	
测土配方复合肥	以土壤测试和肥料田间试验为基础，根据作物需肥规律、土壤供肥性能和肥料效应，在合理施用有机肥料的基础上，提出氮、磷、钾及中、微量元素等肥料的施用数量、施肥时期和施用方法。	公司目前拥有玉米（+锌）、小麦（+锰）、水稻（+硅）、花生（+硼）、薯类（+腐植酸硼）等一系列专用复合肥。

来源：公司官网 国联证券研究所

图表43：高效肥为公司带来高毛利

	成本（在尿素基础上）	售价（元/吨）
控失肥	加 70~80	1800~1900
腐殖酸肥	加 70~80	~1800
聚能网肥	加 20	贵 80~100

来源：国联证券研究所

就公司三大高效肥控失肥、腐殖酸肥和聚能网肥相比较，前两种市场同类产品较少，毛利高，售价较为稳定；聚能网肥市场同类产品较多，售价随尿素产品波动。

公司战略突出差异化竞争，随新疆等新基地的扩张以及当地销售渠道的打开，公司高效肥在销售收入占比力争在 2019 年达到 70%。

图表44：传统尿素vs. 控失尿素

	传统尿素	控失尿素	变动幅度
售价	1300 元/吨	1900 元/吨	600 元/吨
公司毛利	18%	40%	22%
亩产小麦	1000 斤	1103 斤	103 斤/亩
小麦亩收入	1325	1461	136 元/亩
以小麦价格 1.325 元/斤；一吨尿素施肥 30 亩来估计，施用控失尿素每亩小麦增收 $136 \times 600 / 30 = 116$ 元			

来源：公司官网 国联证券研究所

3.4. 销售队伍扩张迅速，成长为产供销一体农化服务企业

心连心秉承先做市场后建基地，先抓服务再引产品的原则，展开全国布局。公司新疆基地、长春基地的建设，均是在当地市场的品牌建设取得成效的情况下开工建设的，这既降低了市场风险，又为下一步的基地运营提供了良好的条件。

2015 年以来，公司积极推进复合肥、高效肥，同时大力扩展新疆地区销售网络。公司化肥销售团队人数从约 100 人增加至约 600 人。同时，公司积极深化与中化化肥、华农农资以及安徽辉隆的战略合作，利用其销售渠道，销售触角遍及全国。

下一步公司旨在进一步开拓南方市场，为九江基地构建市场基础。心连心提前构建南方市场调研、农化服务团队，采取地方+企业的互动型营销服务思路，在为广大的南方市场提供适销对路的优质产品的同时，还能提供贴近南方作物和土壤的农化农技服务。

4. 后市展望

基于以上分析，我们对后市做出如下判断：

煤炭价格理性回归。国家发改委等部门年初发布的《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录》中明确煤炭价格绿色区间合理价格为 500-570 元/吨。无论是 276 工作日制度的取消，还是煤炭中长期合同的签订，都将帮助中长期煤价回归理性区间。

尿素去产能加速，龙头企业盈利稳定。随行业供需格局向好，公司有望获得单吨 350 元以上毛利。从税收政策方面来看，尿素增值税率 7 月 1 日之后从 13% 下调至 11%，出口方面增值税存在出口退税预期，重点关注今年 7-10 月相关政策。这也将给龙头企业带来更大的盈利空间。

甲醇行业产能过剩依然严重，成本端煤炭、天然气价格将主导未来甲醇价格走势。需求端甲醛、二甲醚在环保压力下未来需求萎缩；甲醇制烯烃在油价低位时竞争力不强。若煤炭、天然气价格双双走低，预计甲醇价格将有所下降。目前看来煤炭价格将从高位小幅回落，而北美天然气价格则处于长期缓慢上升通道，甲醇价格将有望在 2000 元/吨以上得到支撑。

5. 盈利预测

图表 45：盈利预测主要假设

		2014A	2015A	2016A	2017Q1	2017E	2018E	2019E
尿素	平均售价(不含税)	1,535	1,481	1,135	1,301	1,350	1,380	1,390
	单吨成本(元/吨)	1,280	1,075	920	1,069	1,030	980	980
	产量(千吨)	2,165	2,474	2,879	569	2,600	2,600	2,600
	销量(千吨)	1,958	2,185	2,589	510	2,100	2,000	2,000
	营业收入(百万元)	3,005	3,236	2,940	663	2,835	2,760	2,780
	营业利润(百万元)	497	887	559	118	672	800	820
甲醇	平均售价(不含税)	1,991	1,608	1,578	2,146	1,850	1,750	1,750
	单吨成本(元/吨)	1,494	1,408	1,341	1,534	1,500	1,450	1,450
	产量(千吨)	395	342	342	93	450	680	680
	销量(千吨)	396	341	337	96	450	680	680
	营业收入(百万元)	672	548	532	206	833	1,190	1,190
	营业利润(百万元)	168	68	79	59	158	204	204
复合肥	平均售价(不含税)	2,058	2,153	1,748	1,741	1,780	1,780	1,780
	单吨成本(元/吨)	1,738	1,725	1,455	1,487	1,500	1,500	1,500
	产量(千吨)	649	872	976	254	1,310	1,428	1,428
	销量(千吨)	605	820	948	305	1,310	1,428	1,428
	营业收入(百万元)	1,246	1,766	1,658	531	2,332	2,542	2,542
	营业利润(百万元)	189	351	278	77	367	400	400
其他业务	营业收入(百万元)	159	239	581	320	930	1,210	1,210
	营业利润(百万元)	38	17	107	104	250	350	350

来源：国联证券研究所

图表46：盈利预测及估值

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5108	5810	5723	6929	7702	7722
增长率(%)	28.33	13.75	-1.5	21.07	11.16	0.26
毛利	892	1323	1023	1446	1754	1774
营业利润	486	684	286	615	830	847
净利润	241	409	30	352	535	550
增长率(%)	-8.81	69.76	-92.63	1074.47	51.93	2.79
EPS	0.2	0.35	0.03	0.35	0.54	0.55
市盈率(P/E)	8.63	4.93	57.53	5.05	3.32	3.23

来源：公司公告 国联证券研究所

预测 2017~2019 年公司实现每股 EPS0.35 元、0.54 元和 0.55 元,对应当前 2.03 港元/股的价格, PE 分别为 5.05X、3.32X 和 3.23X。

若给予公司 5~7 倍的 PE,公司合理的股价范围是 2.00 ~2.81 港元,给予“推荐”评级。

6. 风险提示

尿素产能退出不及预期；短期煤炭旺季。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064