

2019年09月26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

柔性化生产抵御化工产品价格下行风险

报告摘要

2019上半年归母净利润下降25%。公司2019年上半年公司收入约48亿元，同比增长4%；毛利率约为23.3%，较去年同期约有0.2个百分点的提升。归母净利润为2.52亿，同比下滑约25%，主要因为1.上半年化工产品价格持续低迷，导致产品毛利率有所回落。2.公司预备明年九江项目的投产，九江基地储备人员薪酬和培训费用以及研发费用有所增加；每股盈利0.215元，不派息。

化工行业周期下行，盈利能力回落。从上半年各种产品的收入贡献来看，尿素、复合肥、三聚氰胺、二甲醚收入分别增长4%、9%、55%和17%，甲醇及糠醇收入下降83%与26%。三聚氰胺收入大幅增长是因为新产能投放，销量增幅100%。甲醇收入大幅下降83%，因为售价及毛利率过低，公司将甲醇转产为二甲醚。上半年公司的化肥产品售价及毛利率稳中有升，尿素及复合肥毛利率增长2个百分点，达到32%和15%。但是化工产品价格下跌严重，盈利能力回落。甲醇、三聚氰胺及二甲醚分别下降10个百分点、17个百分点及15个百分点。

尿素行业供需持续改善，价格企稳。预计2019年中国尿素行业持续紧平衡状态，行业淘汰落后产能持续进行，预计2019年尿素总产能6604万吨，减少350万吨。尿素供应在5200万吨，同比持平，尿素需求5410万吨，同比增长3%。增长主要来自于工业需求，来自于人造板、电厂脱硝、三聚氰胺等领域。进入10月后限气及环保问题会导致行业开工率下滑，对价格形成支撑。

2020年四季度九江基地完工，华南市场布局即将完成。2018年1月公司九江的复合肥工厂投产，产能达30万吨。目前九江基地处于盈利状态，核心原因就是九江市地处长江沿岸，地理位置优越，借助水运将有效降低运输成本。预计到2020年四季度随着70万吨尿素、60万吨甲醇和20万吨二甲醚投产，公司将完成对华南市场布局，进一步巩固中国心连心的成本优势。

调整目标价至3港元，“买入”评级。公司现时2019E/20E动态市盈率分别仅为3.6/2.6倍。我们相信i)一头多尾，柔性生产的运营模式降低了产品周期性对公司盈利性的影响。2019年化工行业出现大面积亏损，心连心的业绩依旧平稳。ii)销量结构持续优化，复合肥、高效肥占比提升，化肥利润率持续提升。尿素行业供需不断改善，价格已经从低谷走出。最后我们调整目标价至3港元，较现价有50%上升空间，维持“买入”评级。

风险提示：售价或销量不及预期；行业竞争加剧；

(31/12年结；百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,562	9,195	9,930	11,420	14,275
增长率(%)	32.4%	21.6%	8.0%	15.0%	25.0%
净利润	398	625	584	828	1,255
增长率(%)	1220.6%	57.1%	-6.6%	41.9%	51.5%
毛利率(%)	21.0%	24.4%	23.2%	24.0%	25.0%
净利率率(%)	5.3%	6.8%	5.9%	7.3%	8.8%
每股收益(港元)	0.34	0.53	0.50	0.71	1.07
每股净资产(港元)	2.86	3.35	3.75	4.31	5.17
市盈率	5.3	3.4	3.6	2.6	1.7
市净率	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3
净资产收益率(%)	11.8%	15.9%	13.3%	16.4%	20.7%
股息收益率	4.0%	5.5%	5.5%	7.8%	11.8%

数据来源：Wind 资讯，安信国际预测

投资评级： 买入

目标价格： 3 港元

现价 (2019-09-25): 2.01 港元

总市值(百万港元)	2,354.96
流通市值(百万港元)	2,354.96
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)	2.01/3.32
平均成交(百万港元)	0.89

股东结构

刘兴旭	35.3%
员工持股	23.6%
其他	41.1%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.33	-5.45	-21.41
绝对收益	-7.37	-12.61	-35.16

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

业绩总结

公司2019年上半年公司收入约48亿元,同比增长4%;毛利率约为23.3%,较去年同期约有0.2个百分点的提升。归母净利润为2.52亿,同比下滑约25%,主要因为1.上半年化工产品价格持续低迷,导致毛利率有所回落。2.公司预备明年九江项目的投产,九江基地储备人员薪酬和培训费用以及研发费用有所增加;每股盈利0.215元,不派息。

2019年公司的化肥产品价格表现远好于化工产品,化工产品拖累业绩增长。从价格走势可以看出,2019年尿素价格在2000元/吨波动,三季度跌至1900元左右,预计四季度会企稳回升,主要因为限气和环保力度增强,行业开工率下降。9月甲醇、三聚氰胺、二甲醚等化工产品价格表现平稳,主要因为甲醇、三聚氰胺价格已经低于生产成本,开工率不断下降。

图1: 尿素价格



资料来源: wind、安信国际整理

图2: 甲醇价格



资料来源: wind、安信国际整理

图3: 三聚氰胺价格



资料来源: wind、安信国际整理

图4: 二甲醚价格



资料来源: wind、安信国际整理

财务报表预测

损益表					
人民币百万元	17年	18年	19年	20年	21年
财务年度截至12月31日	实际	实际	预测	预测	预测
收入	7,561.5	9,194.7	9,930.3	11,419.8	14,274.7
毛利	1,587.0	2,239.4	2,303.8	2,740.7	3,568.7
其他收入	87.6	113.4	119.0	130.9	144.0
销售及管理费用	(898.4)	(1,004.7)	(1,221.4)	(1,347.5)	(1,613.0)
其他开支	(5.6)	(245.7)	(73.7)	(77.4)	(85.1)
营业利润	770.6	1,102.5	1,127.7	1,446.8	2,014.6
财务费用	(285.9)	(325.3)	(331.7)	(313.2)	(297.0)
税前盈利	484.7	777.1	796.0	1,133.5	1,717.5
所得税	(61.2)	(121.8)	(124.8)	(181.4)	(274.8)
少数股东应占利润	25.8	30.4	87.3	123.8	187.6
净利润	397.8	624.9	584.0	828.4	1,255.2
折旧及摊销	454.6	481.0	494.9	0.0	0.0
EBITDA	1,225.1	1,583.5	1,622.6	1,446.8	2,014.6
增长					
总收入 (%)	32.4%	21.6%	8.0%	15.0%	25.0%
EBITDA (%)	47.9%	29.2%	2.5%	-10.8%	39.2%
每股收益 (%)	1220.6%	57.7%	-6.5%	41.9%	51.5%
资产负债表					
人民币百万元	17年	18年	19年	20年	21年
财务年度截至12月31日	实际	实际	预测	预测	预测
现金	341.3	346.2	241.7	33.0	113.8
应收账款	127.8	331.1	357.6	411.3	514.1
存货	715.0	1,066.9	1,152.2	1,325.0	1,656.3
其他流动资产	1,432.4	1,238.1	1,324.6	1,422.8	1,533.5
总流动资产	2,616.4	2,982.2	3,076.1	3,192.1	3,817.7
固定资产	8,607.6	9,000.5	10,960.5	11,602.9	12,106.7
矿权	90.7	88.2	88.2	88.2	88.2
其他固定资产	591.1	1,584.4	1,641.7	1,706.4	1,779.0
总资产	11,905.8	13,655.3	15,766.5	16,589.5	17,791.5
短期负债					
应付帐款	246.7	282.8	232.1	362.9	363.5
短期银行贷款	1,646.1	2,774.5	3,329.3	2,996.4	2,696.8
其他短期负债	2,605.6	2,229.7	2,501.6	2,817.7	3,188.1
总短期负债	4,498.4	5,287.0	6,063.1	6,177.0	6,248.4
长期银行贷款	2,965.0	2,568.4	3,210.5	3,050.0	2,897.5
其他负债	792.4	887.0	1,025.6	1,108.8	1,200.2
总负债	8,255.8	8,742.5	10,299.2	10,335.7	10,346.1
少数股东权益	283.3	991.0	1,078.2	1,202.0	1,389.6
股东权益	3,366.7	3,921.8	4,389.0	5,051.7	6,055.9
每股账面值(元)	2.86	3.35	3.75	4.31	5.17
营运资金	(1,882.0)	(2,304.8)	(2,986.9)	(2,984.9)	(2,430.7)

财务分析					
人民币百万元 财务年度截至12月31日	17年 实际	18年 实际	19年 预测	20年 预测	21年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	21.0%	24.4%	23.2%	24.0%	25.0%
EBITDA 利率 (%)	16.2%	17.2%	16.3%	12.7%	14.1%
净利率 (%)	5.3%	6.8%	5.9%	7.3%	8.8%
ROE (%)	11.8%	15.9%	13.3%	16.4%	20.7%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	11.9%	10.9%	12.3%	11.8%	11.3%
实际税率 (%)	12.6%	15.7%	15.7%	16.0%	16.0%
库存周转	43.7	56.0	55.1	55.7	56.5
应付账款天数	15.1	14.8	11.1	15.3	12.4
应收账款天数	6.2	13.1	13.1	13.1	13.1
财务状况					
净负债/股本	2.5	2.2	2.3	2.0	1.7
收入/总资产	0.64	0.67	0.63	0.69	0.80
总资产/股本	3.54	3.48	3.59	3.28	2.94
盈利对利息倍数	2.7	3.4	3.4	4.6	6.8
现金流量表					
人民币百万元 财务年度截至12月31日	17年 实际	18年 预测	19年 预测	20年 预测	21年 预测
经营活动					
营运资金变动前	1,366.9	1,966.2	1,612.9	2,089.9	2,733.9
营运资金变化	(628.6)	(652.7)	(259.7)	(255.3)	(581.8)
所得税	(61.2)	(121.8)	(124.8)	(181.4)	(274.8)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运现金流	677.1	1191.7	1228.4	1653.3	1877.3
投资活动					
资本开支	(1,368.4)	(1,543.9)	(2,705.1)	(1,382.5)	(1,288.3)
其他投资活动	39.9	0.0	14.9	13.4	12.0
投资活动现金流	(1,328.5)	(1,543.9)	(2,690.3)	(1,369.1)	(1,276.2)
融资活动					
负债变化	754.7	442.4	1474.1	(327.2)	(269.2)
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(40.0)	(85.3)	(116.8)	(165.7)	(251.0)
其他融资活动	(234.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	479.8	357.1	1357.3	(492.9)	(520.3)
现金变化	(171.5)	4.9	(104.5)	(208.7)	80.8
期初持有现金	512.8	341.3	346.2	241.7	33.0
期末持有现金	341.3	346.2	241.7	33.0	113.8

数据来源：公司；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，而应按照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送到日本、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