



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

Gary Wong 黄家玮

(852) 2509 2616

公司报告: 中国心连心化肥 (01866 HK)

Chinese version

gary.wong@gtjas.com.hk

21 June 2024

中国领先的复合肥生产商，首予“买入”

- 评级及目标价:** 我们首予“买入”评级，目标价为 5.70 港元，对应 2024/2025/2026 年市盈率分别为 5.2 倍/4.9 倍/4.3 倍。
- 我们的观点:** 1) 高端复合肥市场的竞争不如预期激烈。2) 低估了海外市场的增长潜力。
- 投资主题:** 受环保法规和煤基行业生产成本上升的影响，中国化肥市场正向高品质复合肥转型。尽管 2022 年农用化肥总施用量有所减少，但复合肥施用量增加了 8.9%。中国心连心化肥凭借其技术和成本优势，在把握这一转变方面处于独特的地位，这将使其在行业整合中扩大市场份额，实现高于同业的收入和净利润增长。
- 催化剂:** 1) 2024-2026 年扩建规划将驱动增长。
- 风险因素:** 1) 原材料价格波动可能会损害毛利率；2) 化肥行业内的竞争可能依然激烈。

Rating:

Buy

Initial

评级:

买入 (首次覆盖)

6-18m TP 目标价:

HK\$5.70

Share price 股价:

HK\$3.730

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 %	(5.5)	(4.8)	15.7
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	(0.0)	(12.5)	21.2
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)	3.0	5.694	0.6	0.250	7.6	15.1
2023A	23,475	1,187	0.969	(11.7)	3.5	6.280	0.5	0.240	7.1	11.8
2024F	23,851	1,247	1.018	5.1	3.4	7.046	0.5	0.252	7.3	11.2
2025F	24,547	1,314	1.073	5.4	3.2	7.853	0.4	0.266	7.7	10.5
2026F	26,388	1,512	1.222	13.9	2.8	8.782	0.4	0.302	8.7	10.9

Shares in issue (m) 总股数 (m)	1,224.2	Major shareholder 大股东	Mr. Liu Xing Xu 34.8%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)	4,566.3	Free float (%) 自由流通比率 (%)	44.2
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)	1,554.6	FY24 Net gearing (%) FY24 净负债/股东资金 (%)	90.1
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)	10.7

Source: the Company, Guotai Junan International.

目录

1. 公司介绍	3
1.1 公司背景	3
1.2 经营战略	5
1.3 行业回顾	5
1.4 竞争格局	7
2. 市场忽略的要点	9
2.1 高端复合肥市场竞争不及预期激烈	9
2.2 低估了海外市场的增长潜力	9
3. 核心投资逻辑	9
4. 催化剂	10
4.1 2024-2026 年扩张规划将驱动增长	10
5. 盈利预测与投资评级	10
5.1 盈利预测	10
5.2 估值与投资评级	12
6. 风险因素	13

1. 公司介绍

1.1 公司背景

中国领先的煤化工集团，专业生产尿素及复合肥产品。中国心连心化肥（“公司”）始建于1969年，2003年改为股份制企业，2009年在香港上市（股票代码：01866 HK）。公司是一家大型煤化工集团，拥有河南、新疆、江西三大生产基地以及甘肃、东北两个小生产基地。公司主要产品包括尿素、复合肥、甲醇、DMF、三聚氰胺、液氨、车用尿素溶液、医用中间体等，通过心连心（中高端）、手拉手（中端）、沃利沃（高端）、双心（电商）四个品牌进行销售。尿素产销量居行业首位，复合肥产销量位居行业前列。尿素、复合肥和甲醇是收入贡献前三位的产品，2023年分别占总收入的29.3%、26.1%及10.0%，截至2023年底，年产能分别达到390万吨、415万吨及108万吨。

图 1：中国心连心化肥的尿素产品



图 2：中国心连心化肥的复合肥产品



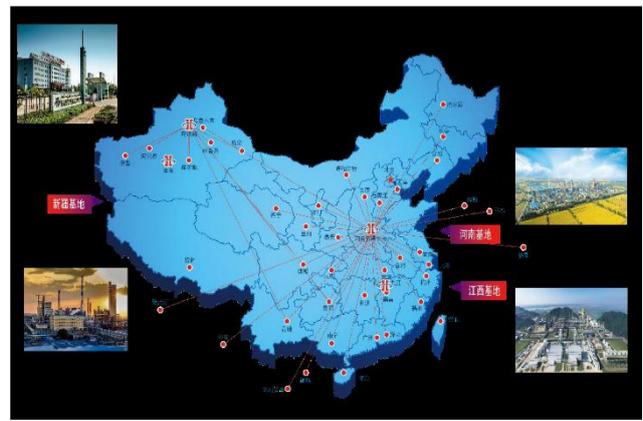
资料来源：公司。

资料来源：公司。

图 3：中国心连心化肥位于河南的生产设施



图 4：中国心连心化肥的业务分布



资料来源：公司。

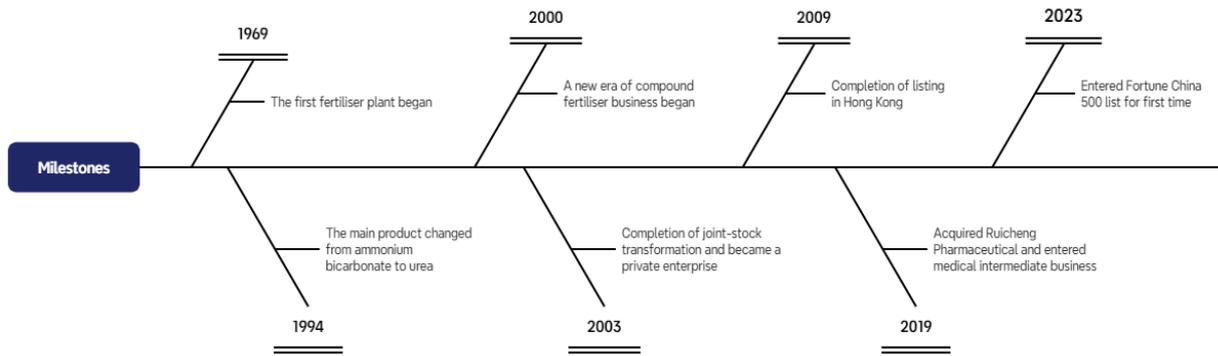
资料来源：公司。

表 1：中国心连心化肥的产品组合

类别	2023 财年收入 (千元人民币)	占总收入%
尿素	6,874,417	29.3%
复合肥	6,129,573	26.1%
DME/DMF	1,047,023	4.5%
甲醇	2,338,594	10.0%
三聚氰胺	784,173	3.3%
车用尿素溶液	434,118	1.8%
液氨	2,091,215	8.9%
医药中间体	616,039	2.6%
其他	3,160,186	13.5%
合计	23,475,338	100.0%

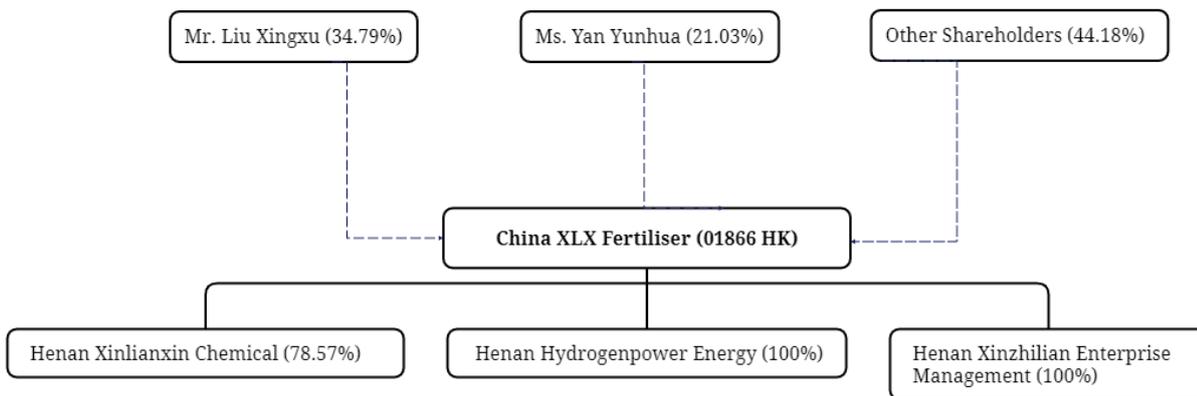
资料来源：公司、国泰君安国际。

图 5：中国心连心化肥的历史与里程碑



资料来源：公司、国泰君安国际。

图 6：中国心连心化肥的股权和公司结构



资料来源：公司、国泰君安国际。

1.2 经营战略

中国心连心化肥重视持续的技术创新。公司通过“国家企业技术中心”、“博士后科研工作站”、“河南省化肥生产系统节能工程技术研究中心”等科研平台支持这一发展战略重点。此外，公司还与中国科学院共同研发改进肥料产品，确保其达到高效率和环境可持续性标准。通过创新研究和战略合作，公司将继续引领化肥产品的差异化、精细化，巩固其对农业技术进步的决心。

中国心连心化肥坚持“以肥为基 肥化并举”的发展方针。公司强调化肥生产与化工制造并重，做强做大两个板块。河南基地是公司最大的尿素和复合肥生产基地，年产能分别达到 260 万吨和 210 万吨，公司注重化肥产品的规模和质量，努力打造绿色高效的煤化工行业标杆。江西基地和新疆基地除化肥外，还拓展了甲醇、三聚氰胺、DME/DMF、聚甲醛新材料等化工产品的生产，旨在打造行业领先品牌，打造公司又一重要增长极。

中国心连心化肥将其“低成本+差异化”的运营战略与三大基地的地理布局进行了战略结合。河南是公司总部所在地及公司最大的复合肥生产基地，也是中国最大的复合肥市场，2023 年复合肥销量达 318 万吨。江西是华东地区重要的水利枢纽，公司在江西建设的现代化沿江化工示范园区节省了大量运输成本。此外，新疆基地提供了低成本的原煤，2023 年新疆原煤产量为 4.59 亿吨（总量居全国第 4 位，增量居全国第 1 位）。在差异化方面，公司拥有全国最大的集“智能配肥站+化验室+营销大数据平台”为一体的农业服务中心网络之一，从测土化验开始，到专家配方、精准施肥、种植指导，通过对当地土壤和作物的深入研究，为农户提供精准服务。

1.3 行业回顾

氮肥

氮肥在提高作物生长速度和产量方面最为有效。这对于追求粮食安全，人口众多的国家尤为重要。生产氮肥的主要原料是煤炭和天然气。从天然气或煤炭中提取的氢气与从空气中分离出来的氮气结合。这一反应是在高压和高温下，以铁为催化剂，通过哈伯-博施工艺进行的。氢气和氮气结合生成氨。合成氨是生产各种氮肥的基础，如尿素（氨在高压下与二氧化碳反应）、硝酸铵（部分氨被氧化成硝酸，然后与剩余的氨反应）和磷酸铵（氨与磷酸反应）。尿素的含氮量为 46.7%，对提高作物产量特别有效。尿素的水溶性很高，可以通过灌溉方便地施用，是使用最广泛的氮肥。磷酸铵可提供氮和磷的双重养分，适用于各种作物。硫酸铵除了提供氮以外，还有助于降低土壤的 pH 值，更常用于功能性用途。

2022 年中国氮肥施用量为 1,654 万吨（以纯氮计），同比减少 5.2%。中国氮肥产量达到 4,135 万吨（以纯氮计），同比增长 2.7%。尿素是氮肥的最大类别，约占 2022 年总销量的 65%。由于行业长期产能过剩，农业结构调整导致需求减少，中国氮肥行业正面临严重的供过于求局面。按 2022 年中国市场销售额计算，行业前五名企业的市场份额为 30.2%，表明市场竞争相对激烈。值得注意的是，公司 2022 年尿素销量排名第二，市场份额约为 7%。

图 7：2018-2022 年中国氮肥施用量逐渐减少

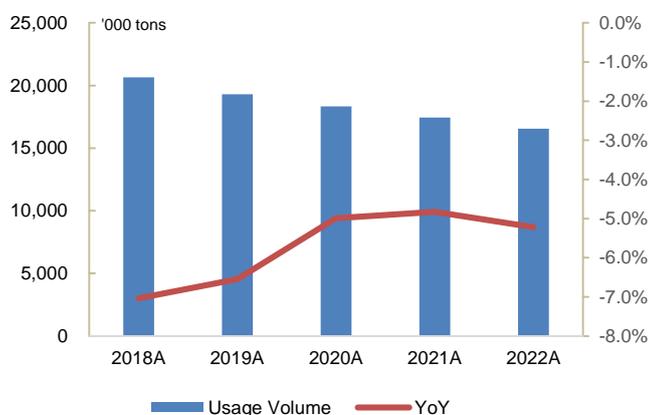
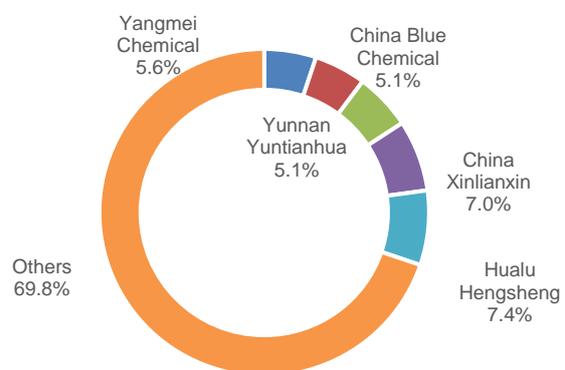


图 8：2022 年中国尿素市场集中度相对较低



资料来源：中国国家统计局、国泰君安国际。

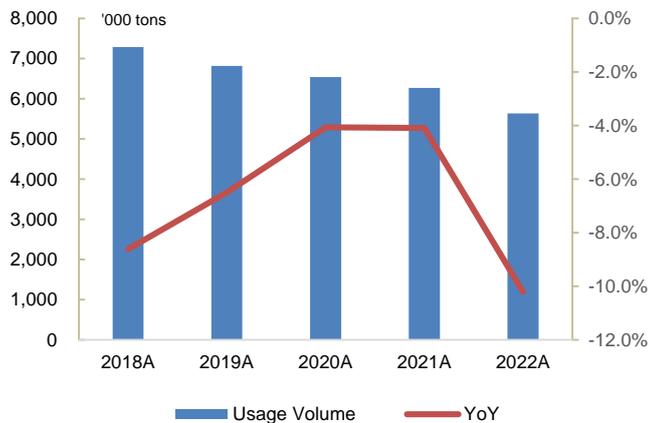
资料来源：中国国家统计局、各公司、国泰君安国际。

磷肥

磷肥可以促进根系发育，增强作物抗性，提高产量。磷肥的主要原料是磷矿石，常见的生产方法包括湿法和热法。湿法磷肥是将磷矿石与硫酸反应，生成磷酸和磷酸钙的混合物。磷肥中的磷酸二铵是由磷酸与氨反应生成的，氮含量约为 18%，五氧化二磷含量约为 46%。湿法工艺的优点是成本相对较低，工艺简单，适合大规模生产；但废液处理较为复杂，对环境要求较高。热法磷肥是通过高温还原磷矿石生成黄磷，然后燃烧黄磷生产磷酸。磷肥中的磷酸一铵是由磷酸与氨反应生成的，其中含有约 11%的氮和 52%的五氧化二磷。热法工艺的优点是生产的磷酸纯度高、产品质量好，适合生产高附加值产品。不过，它的能耗和生产成本较高。

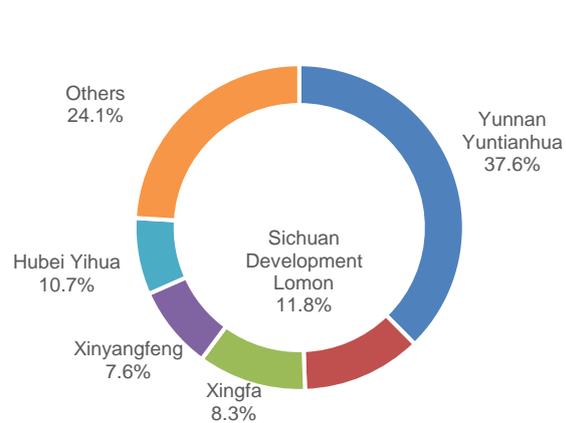
2022 年中国磷肥施用量为 563 万吨（以五氧化二磷计），同比减少 10.2%。中国磷肥产量达到 1,522 万吨（以五氧化二磷计），同比减少 9.6%。由于该行业长期产能过剩、环保法规更加严格以及农业结构调整导致需求减少，中国磷肥行业正面临严重的供过于求局面。另一方面，磷肥生产高度依赖磷矿石资源，市场供应主要集中在少数大型企业。按 2022 年的销售额计算，中国前五大企业的市场份额为 75.9%，市场集中度较高。

图 9：2018-2022 年中国磷肥施用量逐渐减少



资料来源：中国国家统计局、国泰君安国际。

图 10：2022 年中国磷肥市场集中度相对较高



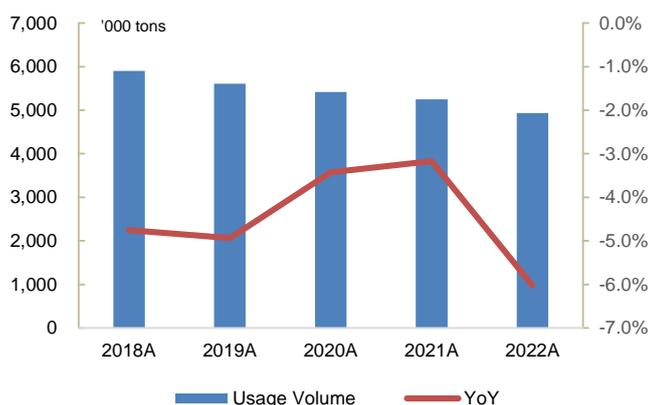
资料来源：中国国家统计局、各公司、国泰君安国际。

钾肥

钾肥能显著增强作物的抗病性、抗倒伏性并改善品质。钾肥的主要原料是钾盐和硫酸钾盐矿石等钾矿。可以通过物理分离和化学转化生产出各种钾肥。在物理分离过程中，钾矿经过溶解、过滤和结晶等步骤，提取出高纯度的氯化钾，其钾含量高达 60%，适用于各种农作物。在化学转化过程中，钾盐与硫酸反应生成硫酸钾，硫酸钾的钾含量约为 50%，并含有硫，因此特别适用于烟草、茶叶和葡萄等需要硫元素的作物。此外，当氨与硝酸反应生成硝酸铵，再与氯化钾反应生成硝酸钾时，其钾含量约为 44%，并含有硝态氮，因此适用于各种果树和蔬菜。

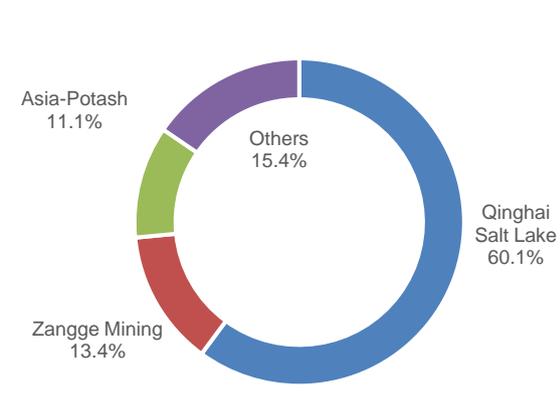
2022 年中国钾肥施用量为 493 万吨（以氧化钾计），同比减少 6.1%。全球钾肥储量分布高度不均衡且集中。加拿大、白俄罗斯和俄罗斯分别占全球氧化钾储量的 31.3%、21.3%和 11.4%，总计约 64%。因此，中国需要进口大量的钾肥才能保证国内的充足供应，造成供应短缺的状态。此外，与磷肥生产类似，钾肥生产也高度依赖钾盐资源，市场供应主要集中在少数大型企业。按 2022 年的销售额计算，中国钾肥行业前三大企业的市场份额为 84.6%，市场集中度非常高。

图 11：2018-2022 年中国钾肥施用量逐渐减少



资料来源：中国国家统计局、国泰君安国际。

图 12：2022 年中国钾肥市场集中度较高



资料来源：中国国家统计局、各公司、国泰君安国际。

复合肥

复合肥可以通过物理混合或化学合成的方式制备，为作物提供全面的营养支持。复合肥是指含有两种或两种以上植物必需营养元素的肥料，通常包括氮、磷、钾等主要营养元素。有时还含有硫、钙、镁等微量元素。物理混合法是将不同的单组分肥料按所需比例混合在一起，这种方法简单、成本效益高，但可能导致混合物不均匀、不稳定。化学合成法通过化学反应将各种养分结合在一起，形成稳定的复合肥料，确保养分分布均匀，效果更好，但过程较为复杂，成本较高。常见的化学合成法包括氨化法和硝酸法。氨化法是将氨与磷酸、硝酸或硫酸反应，生成含氮、磷、钾的复合肥料。硝酸法是将钾矿与硝酸反应，生产出含有钾和其他养分的复合肥料。常见的复合肥产品包括氮磷钾复合肥（如 15-15-15、20-10-10 等）和含微量元素的复合肥。

2022 年中国复合肥施用量达到 2,369 万吨（折纯量），同比增长 3.3%。同时，中国复合肥产量达到 5,472 万吨（折纯量），同比增长 0.5%。由于行业长期产能过剩，但中国产能仍在快速扩张，复合肥行业供大于求的形势相当严峻。从 2022 年的销售额来看，前五名企业的市场份额仅为 24.7%，市场集中度低，竞争激烈。值得注意的是，2022 年中国复合肥销量排名第四位的中国心连心化肥的市场份额约为 3.8%。此外，随着农业生产向高效、可持续和精准化方向发展，对高品质专用复合肥的需求逐渐增加。这些高端复合肥对生产技术要求较高，产能扩张速度较慢，竞争相对较小，因此某些高端产品存在长期的市场机遇。

图 13: 2018-2022 年中国复合肥施用量逐渐增加

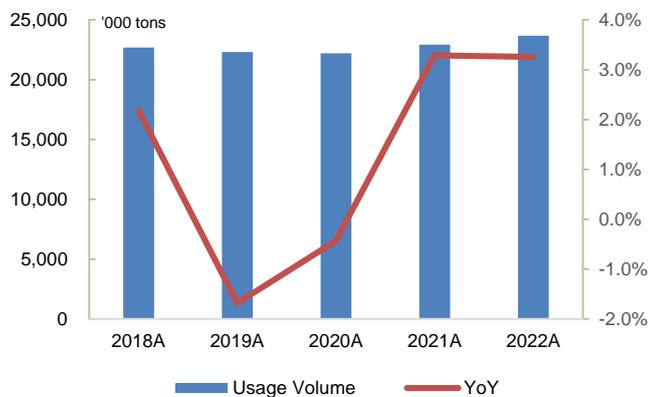
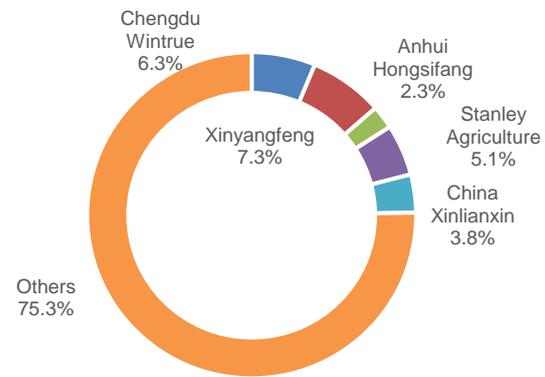


图 14: 2022 年中国复合肥市场集中度较低



资料来源：中国国家统计局、国泰君安国际。

资料来源：中国国家统计局、各公司、国泰君安国际。

1.4 竞争格局

根据波特五力分析模型，由于化肥市场的细分性质，化肥市场的竞争强度为中高水平。根据波特五力分析模型，由于参与者众多，尿素和复合肥等基础化肥产品同质化严重，化肥市场的竞争强度较高。市场参与者或潜在新进入者必须在生产设施上投入大量资本支出，以实现规模效应，并遵守严格的环境法规，包括在废物处理设施上进行大量投资。尽管竞争激烈，但市场仍按产品类型和质量进行了细分。虽然基本肥料产品在很大程度上是商品化的，导致了基于价格的竞争，但在满足特定农业需求的优质复合肥料领域，专业技术知识和质量差异化发挥着至关重要的作用。由于肥料（包括低端复合肥料）的供应商较多，且市场价格透明，因此消费者具有很强的议价能力。此外，有机肥料等替代品也构成威胁，但受到成本和可扩展性问题的限制。总体而言，化肥市场竞争激烈，存在细分市场机会，参与者必须不断创新及投入，以保持其市场地位。

表 2: 波特五力市场竞争分析模型

领域	水平	描述
市场竞争	中高	<ul style="list-style-type: none"> 由于参与者众多，尿素（CR5: 30.2%）和普通复合肥（CR5: 24.7%）市场竞争激烈。 竞争主要基于价格、产品质量和分销网络。
新进入者的能力	中	<ul style="list-style-type: none"> 由于品牌和质量的差异化，优质复合肥的竞争相对不太激烈。 高额的资本支出和严格的环境法规成为进入市场的门槛。 尿素和普通复合肥生产的技术知识唾手可得，但要实现规模效应具有挑战性。
供应商的能力	中低	<ul style="list-style-type: none"> 新进入者需要广泛的分销网络才能有效竞争。 拥有多个煤炭、天然气等原材料供应商，降低了依赖性。 中国心连心化肥可以生产部分原材料，从而降低了部分供应风险。 部分原材料价格波动较大，影响成本结构。
消费者的能力	高	<ul style="list-style-type: none"> 由于有多个供应商和类似的产品，消费者有很强的议价能力。 肥料市场价格大多透明，并受商品价格影响。 大型农业集团可以通过谈判获得更好的条件。

替代产品的威胁 中低

- 有机肥料等替代品越来越受欢迎，但在成本和可扩展性方面存在局限性。
- 农业技术的进步可能会引入新的替代品，但广泛采用还不会立即实现。
- 当前的化肥仍然是高产农业所必需的。

资料来源：公司、国泰君安国际。

尽管面临着中高强度的竞争，但我们认为公司拥有三大竞争优势，可以在竞争中保持领先。1) 成本优势；2) 技术优势；3) 产品差异化优势。

1. 成本优势

- 1) 行业领先的生产工艺：**公司不断加大研发投入，提高效率。2024 年第一季度，中国心连心化肥的尿素生产煤耗和电耗分别降至 949 千克/吨和 259 千瓦时/吨，平均生产成本降至人民币 1,530 元/吨，比行业平均水平人民币 1,679 元/吨低 9%。
- 2) 扩大生产规模：**公司不断扩大生产规模（规划在准东和广西建设新基地，在江西建设二期工程），进一步降低产品单位成本。
- 3) 战略生产基地：**通过在河南（中国最大的化肥应用市场）和江西（华东地区重要的水运枢纽）建立基地，公司降低了运输成本，从而增强了成本优势。
- 4) 自产原材料：**公司还自产液氨和甲醇等化工原料，有效降低了生产成本。这一成本优势增强了公司在市场上的定价灵活性，为对价格敏感的农户提供了更多实惠的选择，从而扩大了公司的市场范围。

2. 技术优势

- 1) 国家级研究中心：**公司与中国农业科学院合作，引进了首个国家级氮肥研究中心，并牵头，联合全国 23 个省份的 38 家农业科研院，组建了全国肥效协作网。
- 2) 节能减排技术：**公司拥有行业领先的节能减排技术。在尿素生产中，引进先进的水煤浆技术，将煤炭转化率从 84% 提高到 99.7% 以上，达到行业最高标准。
- 3) 甲醇生产优化：**在甲醇生产中，公司不断优化精馏工艺，年减少蒸汽消耗 12 万吨，实现吨甲醇综合能耗较行业平均水平低 9.3%。
- 4) 提高肥料效率：**公司的复合肥产品与传统肥料产品相比，氮肥利用率进一步提高了 20%，氨挥发排放量也大大减少。
- 5) 严格的内控标准：**公司的内控标准非常严格，较国家最低标准严格 30%-50%。在当前注重环保、节能、低碳的市场环境下，这些技术优势使公司在生产高品质产品方面始终保持领先地位。

3. 产品差异化优势

- 1) 强劲的品牌认知度：**中国心连心化肥在行业内率先将自己定位为“中国高效肥倡导者”。通过与中国科学院等机构合作，共同研发和推广高效肥产品，实现了产品差异化和精细化市场定位。
- 2) 独特功效：**公司独特的肥料产品，如腐植酸高效肥和控失肥，专门用于提高氮素利用率和活化养分，以满足特定的农业需求。腐植酸高效肥能激活养分，改善品质，腐植酸含量 $\geq 65\%$ ，有助于修复土壤，改善作物品质，促进环境保护。自主研发的水触膜控失肥与普通尿素相比，可提高氮素利用率近 20%。此外，与巴斯夫合作开发的超控士高效尿素，氨挥发抑制率达到了 50% 以上，减少了化肥损失以及农业面源污染。
- 3) 环保性高：**与市场上的传统肥料相比，公司的产品不仅增效，而且更加环保，有效支持了农业的可持续发展，与国家对于生产力高质量增长的要求紧密契合。

2. 市场忽略的要点

2.1 高端复合肥市场竞争不及预期激烈

中国心连心化肥在高门槛市场拥有成熟的高端复合肥品牌。虽然中国农用化肥施用量在 2022 年减少了 2.2%，降至 5,079 万吨，比 2015 年的峰值减少了 15.7%，但复合肥施用量却增加了 8.9%，达到 2,369 万吨，创下了十年来的最高增速。这一增长得益于中国政府提出的《到 2025 年化肥减量化行动方案》，表明市场将大幅转向高效复合肥。公司在业内率先将自己定位为“中国高效肥倡导者”，树立了高端复合肥生产商的鲜明形象。高端复合肥的研发需要即时、具体的农业信息。公司自 2000 年起建立的全国农业服务中心网络对于满足这一需求至关重要。结合业内领先的数字系统，公司在数据收集、分析和产品开发能力方面表现出色。随着技术和政策壁垒的提高，建立和维护这些网络和系统需要长期的时间和大量的资金投入，增加了新进入者的挑战。因此，技术较弱的小型企业逐渐退出了市场。

2.2 低估了海外市场的增长潜力

海外市场的收入贡献在过去五年中大幅增加，并将继续增加。1) 根据《2023-2032 年经合组织-粮农组织农业展望》报告，由于农业生产率的提高，全球化肥需求将持续增长，尤其是在非洲、亚洲等人口快速增长、农业潜力巨大的地区。2) 由于气候变化对农业生产产生深远影响，提高土地利用效率变得至关重要，而化肥在这一过程中发挥着关键作用。3) 考虑到全球贸易环境的不确定性，尤其是地缘政治冲突的加剧，全球供应链正面临重组。公司的所有生产基地均位于国内，确保了稳定的生产和有效应对地区供应中断的能力。4) 2023 年，公司海外销售收入从 2019 年的人民币 1.48 亿元激增至人民币 8.26 亿元，增长 4.6 倍。海外收入占比也从 1.7% 大幅提升至 3.5%，体现了海外销售的增长潜力。5) 2023 年，在总收入仅增长人民币 4.00 亿元 (+1.7%) 的情况下，录得海外收入人民币 2.50 亿元 (+43.5%)，这意味着 62.5% 的收入增量来自海外市场。6) 随着 2023 年 8 月江西心连心供应链有限公司和 2023 年 9 月心连心化工有限公司（泰国）的成立（两家公司均以国际业务及贸易为主营业务），公司国际贸易布局正在进一步加快，海外市场有望成为公司未来重要的增长引擎。

3. 核心投资逻辑

中国优质复合肥的施用量将继续增加。中国国家统计局数据显示，2023 年全国粮食总产量达 1.39 万亿斤（或 7.66 亿吨，+1.3%）；全国粮食播种面积达 17.85 亿亩（或 119 万平方公里），同比增加 954.6 万亩（或 6,364 平方公里）(+0.5%)。尽管如此，2022 年的农用化肥施用量实际上同比减少了 2.2%，为 5,079 万吨，比 2015 年的历史峰值减少了 15.7%。产量增加而化肥用量没有相应增加的主要原因是复合肥的施用量增加。2022 年，中国农用复合肥施用量达到 2,369 万吨，同比增长 8.9%，创十年来最高增速。随着农业农村部制定的《到 2025 年化肥减量化行动方案》规划时间的临近，优质复合肥的施用量将继续增加。

中国正在大规模转向应用优质复合肥。随着中国对环境保护的日益重视，以及碳排放双控目标的实施，煤基化工产业的生产成本因排放配额、原料配额、环保配额和融资配额而上升。这促使企业产业链向高端化、差异化、专业化方向发展。中国化肥行业正被迫从粗放型发展转向资源节约型和环境友好型发展。另一方面，随着消费结构的不断升级，农业种植结构也在发生新的变化，水果、花卉等经济价值较高的农作物种植比例越来越高。这些作物的高产值增强了农民对优质肥料成本的承受能力。对符合环保要求、功能更加突出的优质复合肥的需求将继续增加。肥料正处于从低端向高端、向高品质肥料过渡的关键时刻。只有能够把握这一趋势的企业才能发展壮大，而那些继续走低端路线、无法适应高品质转型的企业将逐渐被淘汰。

中国心连心化肥具有技术及成本优势的双驱动力。公司多年来大力投入研发，建立了“国家企业技术中心”、“河南省化肥生产系统节能工程技术研究中心”等科研平台，确保产品在节能减排方面始终处于国内技术前沿。此外，公司利用自 2000 年以来建立的覆盖全国的销售网络，收集实时数据，准确分析土壤和作物需求，不断开发符合中国现代农业需求的优质肥料产品。此外，公司通过采用行业领先的生产工艺，在战略区域进行大规模生产和供应链优化，大大降低了成本，确保了产品的市场竞争力。以低于行业平均水平的成本生产更多优质复合肥，为公司在化肥行业高质量转型中抓住机遇提供了重要支撑。

在行业整合中，中国心连心化肥的市场份额将继续增加。高品质复合肥需要更高的品牌认知度、更大的资本投入（高科技工厂）和更好的服务（全国性农业服务中心网络、应用程序等）。这些优势一旦形成，就不易逆转，先行者优势明显。公司将通过广泛的网络和响亮的品牌继续扩大市场份额。随着化肥行业的进一步整合，公司将利用自身的各种优势，实现更大的市场扩张和利润增长。

4. 催化剂

4.1 2024-2026 年扩张规划将驱动增长

未来三年，公司将继续积极扩大产能，保持稳定增长。2024 年发展规划包括新建河南基地 50 万吨硝基肥装置、广西一期 30 万吨复合肥装置、新疆 6 万吨聚甲醛项目。2025 年规划包括江西二期 80 万吨合成氨装置、115 万吨尿素装置，以及 10 万吨三期 DMF 项目。2026 年公司计划在新疆准东地区投资人民币 78 亿元，建设 32 万吨三聚氰胺项目和 50 万吨高效复合肥项目，打造年收入百亿级现代煤化工产业示范园。这些举措体现了公司在化肥和化工领域的双重发展战略，旨在通过化工业务的协同效应和更高的利润率，进一步提高公司的整体盈利能力。

5. 盈利预测与投资评级

5.1 盈利预测

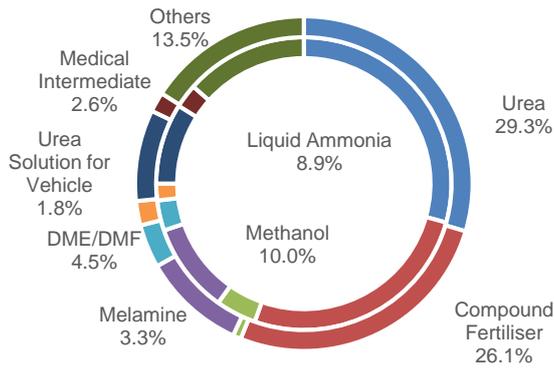
我们预计中国心连心化肥 2024-2026 年的总收入将分别同比增长 1.6%、2.9%和 7.5%，达到人民币 238.51 亿元、人民币 245.47 亿元和人民币 263.88 亿元，年复合增长率为 4.0%。我们的收入预测主要基于以下几点：

- 1) 我们预计 2023-2025 年主要化肥产品尿素及复合肥收入的年复合增长率分别为 2.5%和 4.5%。我们预计尿素的平均售价将从 2023 年的约人民币 2,325 元/吨降到 2026 年的人民币 2,122 元/吨，其原因是同质化属性导致市场价格竞争加剧以及产能扩张，而公司将通过持续的产能扩张（江西二期）来提高市场份额并降低单位成本。因此，我们预计尿素收入将从 2023 年的人民币 68.74 亿元增至 2026 年的人民币 74.00 亿元，年复合增长率为 2.5%。同样，复合肥方面，我们预计公司将继续扩大产能（广西一期和准东基地），以提高市场份额，降低单位成本。因此，我们预计复合肥收入将从 2023 年的人民币 61.30 亿元增至 2026 年的人民币 69.86 亿元，2023-2026 年的年复合增长率为 4.5%。
- 2) 我们预测主要化工产品三聚氰胺和液氨收入在 2023-2026 年的年复合增长率分别为 17.8%和 11.5%。在“以肥为基 肥化并举”的发展方针下，公司加快新增三聚氰胺、液氨等具有协同效应的化工产品产能。与化肥相比，主要化工产品的收入基数较低，公司的产能扩张力度较大，因此我们预计未来三年主要化工产品的收入增速将快于化肥。因此，我们预计三聚氰胺的收入将从 2023 年的人民币 7.84 亿元增长到 2026 年的人民币 12.81 亿元，2023-2026 年的年复合增长率为 17.8%；液氨的收入将从 2023 年的人民币 20.91 亿元增长到 2026 年的人民币 29.01 亿元，2023-2026 年的年复合增长率为 11.5%。
- 3) 我们预计 2023-2026 年其他收入将保持稳定。其他收入主要包括未来三年内产能不会增加的其他副产品和化工产品的销售，或产能扩张但由于规模较小，增量贡献尚不显著的产品销售。因此，我们预计其他收入将从 2023 年的人民币 75.96 亿元增加到 2026 年的人民币 78.21 亿元，期间基本保持不变。

我们预计 2024-2026 年股东净利润将分别同比增长 5.0%至人民币 12.47 亿元、同比增长 5.4%至人民币 13.14 亿元及同比增长 15.0%至人民币 15.12 亿元。我们的盈利预测主要基于以下几点：

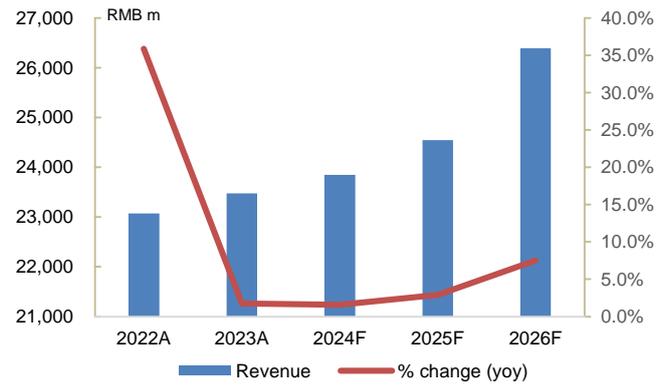
- 1) 毛利率方面，我们预计毛利率将从 2023 年的 17.8%上升至 2026 年的 18.4%。我们预计主要化肥产品尿素和复合肥的毛利率将分别保持在 29%和 13%，原因是产能扩张后单位成本降低，可以抵消竞争加剧可能导致的平均售价下降。我们预计，由于三聚氰胺（2023 年毛利率：28.8%）和液氨（2023 年毛利率：18.2%）等毛利率较高产品的产能扩张速度加快，这些产品的收入贡献比例将会增加。因此，我们预计毛利率将从 2023 年的 17.8%增至 2024 年的 18.1%，并在 2025 年和 2026 年分别进一步增至 18.2%和 18.4%。
- 2) 销售及分销费用率方面，我们预计 2024-2026 年将保持在 2.5%到 2.6%之间，一般及行政费用率将从 2024 年的 5.3%下降到 2025 年的 5.1%，原因是产能扩张带来的规模效应以及预期收入的增长。

图 15: 2022 年和 2023 年尿素和复合肥合计占收入的 50%以上



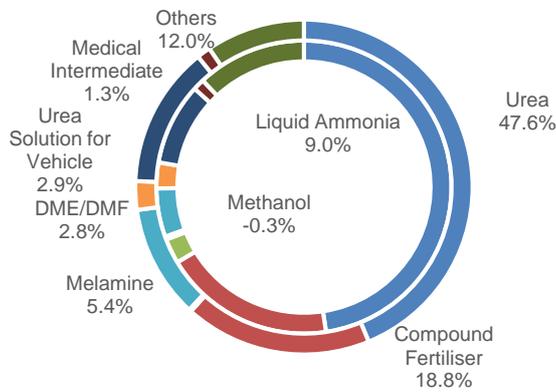
资料来源: 公司。

图 16: 2024-2026 年收入将逐步增加



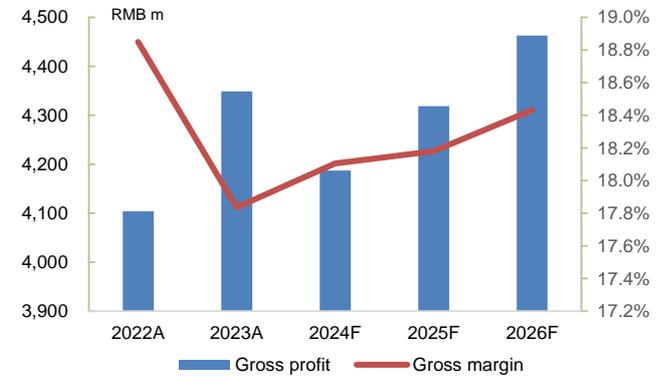
资料来源: 公司、国泰君安国际。

图 17: 2022 年及 2023 年尿素和复合肥合计贡献了超过 60%的毛利



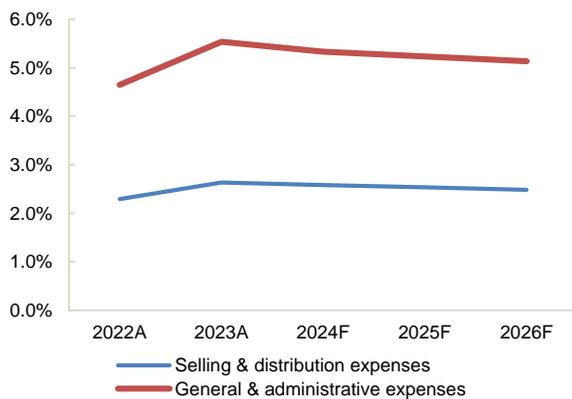
资料来源: 公司。

图 18: 2024-2026 年毛利将逐步提高



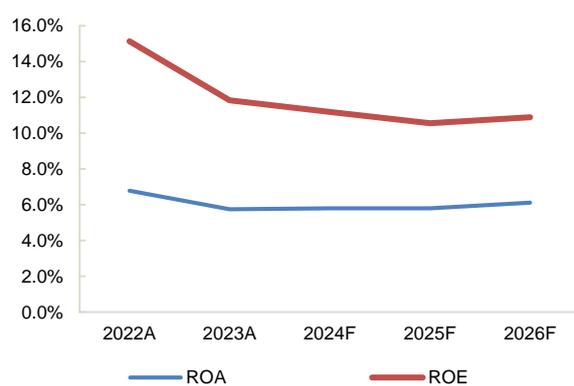
资料来源: 公司、国泰君安国际。

图 19: 2024-2026 年一般及行政费用率将逐步下降



资料来源: 公司、国泰君安国际。

图 20: 2024-2026 年投资收益率将逐步上升



资料来源: 公司、国泰君安国际。

5.2 估值与投资评级

我们的贴现现金流分析表明，估值介于 **92.85 亿港元至 186.32 亿港元** 之间，相当于 **6.9 倍-13.9 倍 2024 财年市盈率、6.6 倍-13.2 倍 2025 财年市盈率和 5.7 倍-11.4 倍 2026 财年市盈率**。估值区间的中点为 139.59 亿港元，相当于 10.4 倍 2024 财年市盈率、9.9 倍 2025 财年市盈率和 8.6 倍 2026 财年市盈率。我们的贴现现金流的假设如下：

- 参照 10 年期香港外汇基金票据，我们将无风险收益率定为 4.6%；
- 我们假设市场风险溢价为 6.2%，贝塔为 1.2。因此，公司的权益成本为 12.1%。税后债务成本预计为 4.1%；
- 假设公司的股本/企业价值为 40%，加权平均资本成本为 7.3%；
- 长期自由现金流增长率假定为 2.0%。

表 3：贴现现金流估值表

加权平均资本成本计算		贴现现金流计算						
无风险收益率	4.6%	自由现金流现值（2025-2030）（人民币 百万元）		4,735				
市场风险溢价	6.2%	最终价值现值（人民币 百万元）		18,015				
贝塔	1.2	（净负债）/现金（人民币 百万元）		(10,611)				
权益成本	12.1%	资产净值（人民币 百万元）		12,139				
		资产净值（百万港元）		13,073				
		已发行股份（百万）		1,224				
		每股净资产（港元）		10.7				
债务成本	4.8%	资产净值敏感性分析 （百万港元）		长期增速				
有效税率	15.6%			1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
税后债务成本	4.1%	加权平均资本成本 本 (%)	6.3%	14,381	16,644	19,437	22,971	27,585
E/(E+D)	40%		6.8%	11,898	13,717	15,917	18,632	22,068
加权平均资本成本	7.3%		7.3%	9,819	11,305	13,073	15,213	17,853
长期增速	2.0%		7.8%	8,053	9,285	10,730	12,450	14,530
人民币/港元	0.93		8.3%	6,536	7,569	8,767	10,173	11,845

资料来源：国泰君安国际。

首予“买入”评级，目标价为 5.70 港元。中国心连心化肥在中国尿素和复合肥等主要化肥产品的生产领域占据领先地位。公司在积极拓展国内市场的同时，也在不断开拓被低估的海外市场。公司的技术、成本和品牌优势使其运营现金流保持强劲，支持其在未来数年内实现 25% 的稳健派息率，按现价计算，2023 财年的股息收益率为 6.7%。公司不断发展的产品组合和战略性国际扩张降低了其受经济波动影响的脆弱性，为其持续增长奠定了良好基础。因此，公司的估值至少应与同行持平。采用同业比较估值法，我们得出的目标价为 5.70 港元，对应 2024/2025/2026 年市盈率分别为 5.2 倍/4.9 倍/4.3 倍。根据我们的贴现现金流分析，我们的目标价对每股资产净值有 46.7% 的折让。

表 4： 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		
港股上市化肥公司																	
中化化肥	00297 HK	HKD	0.900	6,322	9.1	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
世纪阳光	00509 HK	HKD	0.010	46	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
玖源集团	00827 HK	HKD	0.082	494	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中国心连心化肥	01866 HK	HKD	3.730	4,566	3.5	2.9	2.6	2.3	0.5	0.3	0.3	0.3	15.9	6.0	n.a.	n.a.	
中海石油化学-H股	03983 HK	HKD	2.240	10,373	3.9	7.4	6.1	6.5	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	6.9	6.7	n.a.	n.a.	
米高集团	09879 HK	HKD	7.500	6,844	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.									
简单平均					5.5	5.1	4.3	4.4	0.4	0.3	0.3	0.3	11.4	6.3	n.a.	n.a.	
加权平均					5.4	6.0	5.0	5.2	0.4	0.3	0.3	0.3	9.7	6.5	n.a.	n.a.	
A股上市化肥公司																	
藏格矿业-A股	000408 CH	CNY	24.940	42,665	11.4	14.9	12.4	9.3	3.0	2.7	2.3	2.0	17.8	2.2	n.a.	n.a.	
湖北宜化-A股	000422 CH	CNY	12.160	14,142	25.9	15.6	12.8	8.5	2.0	1.8	1.6	1.3	13.5	2.1	n.a.	n.a.	
四川美丰-A股	000731 CH	CNY	6.840	4,224	10.4	n.a.	n.a.	n.a.	0.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
盐湖股份-A股	000792 CH	CNY	16.580	101,999	11.1	12.3	11.0	10.3	2.8	2.3	1.9	1.6	19.6	0.7	9.0	n.a.	
鲁西化工-A股	000830 CH	CNY	11.710	24,632	27.4	10.8	9.1	8.1	1.3	1.2	1.1	1.0	10.1	2.7	n.a.	n.a.	
亚钾国际-A股	000893 CH	CNY	17.430	17,828	12.9	7.7	5.8	8.5	1.4	1.2	1.0	1.0	15.5	2.3	6.4	n.a.	
泸天化-A股	000912 CH	CNY	3.540	6,049	35.4	n.a.	n.a.	n.a.	0.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
芭田股份-A股	002170 CH	CNY	6.110	5,937	21.0	5.4	4.1	n.a.	2.2	1.8	1.4	n.a.	17.0	n.a.	n.a.	n.a.	
川发龙蟒-A股	002312 CH	CNY	6.970	14,228	31.7	19.9	15.1	14.1	1.4	1.3	1.2	1.2	6.9	1.6	n.a.	n.a.	
司尔特-A股	002538 CH	CNY	4.650	4,311	32.6	11.6	10.1	n.a.	0.8	0.7	0.7	n.a.	6.3	n.a.	n.a.	n.a.	
云图控股-A股	002539 CH	CNY	7.340	9,617	9.9	8.5	7.2	6.1	1.1	1.0	0.9	0.8	11.4	3.1	n.a.	n.a.	
史丹利-A股	002588 CH	CNY	7.090	9,051	11.6	10.0	8.8	7.4	1.3	1.2	1.1	1.0	12.0	n.a.	n.a.	n.a.	
云天化-A股	600096 CH	CNY	19.920	39,997	8.1	7.8	7.5	7.2	1.9	1.7	1.4	1.3	21.3	4.9	n.a.	n.a.	
兴发集团-A股	600141 CH	CNY	19.890	23,926	15.9	11.7	9.7	8.6	1.1	1.0	0.9	0.9	8.6	3.1	7.0	n.a.	
华鲁恒升-A股	600426 CH	CNY	26.700	61,633	15.8	11.9	10.2	8.9	2.0	1.7	1.5	1.3	14.5	2.7	8.2	n.a.	
六国化工-A股	600470 CH	CNY	3.890	2,203	97.3	n.a.	n.a.	n.a.	1.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
阳煤化工-A股	600691 CH	CNY	1.760	4,494	n.a.	58.7	44.0	29.3	0.9	0.9	0.9	0.8	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	
简单平均-A股					23.6	14.8	12.0	10.5	1.5	1.5	1.3	1.2	12.6	2.5	7.7	n.a.	
加权平均-A股					15.6	12.4	10.5	9.4	2.1	1.8	1.6	1.4	15.7	2.2	8.3	n.a.	
整体简单平均					20.8	13.6	11.0	9.6	1.3	1.4	1.2	1.1	12.4	3.2	7.7	n.a.	
整体加权平均					15.0	12.1	10.3	9.2	2.0	1.8	1.6	1.4	15.5	2.4	8.3	n.a.	

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

6. 风险因素

原材料价格波动可能损害毛利率。 原材料价格的波动，尤其是煤炭和天然气的价格波动，对公司的毛利率有较大影响，因为这些原材料的成本历来占公司生产成本的 80% 以上。例如，作为主要原材料的煤炭价格在 2021 年大幅上涨，复合肥的毛利率从 2020 年的 17.1% 下降到 2021 年的 12.7%。任何无法转嫁给消费者的原材料价格大幅上涨都可能压缩公司的利润率。

化肥行业内的竞争可能依然激烈。 公司面临着来自其他国内化肥生产商的激烈竞争，他们可以在价格、产能和客户服务方面展开竞争。此外，公司还面临着来自国外生产商的竞争，尤其是在尿素市场。虽然中国尿素生产商受益于政府对原油和天然气等原材料的补贴和价格控制，但这些优势的任何减少或全球原材料价格的下降都可能增强外国生产商的竞争力。竞争的加剧可能导致市场供过于求，推动价格下跌，进一步挤压利润空间。公司保持市场份额和盈利能力在很大程度上取决于其在定价和质量方面保持竞争力的能力，这表明公司一直面临着创新和提高运营效率的压力。如果做不到这一点，可能会对其销售额和净利润造成较大不利影响。

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	23,851	24,547	26,388	Property, Plant and Equipment	19,458	20,236	22,170	24,153	25,995
Cost of Sales	(18,723)	(19,288)	(19,533)	(20,084)	(21,525)	Right-of-use and Intangible					
Gross Profit	4,349	4,187	4,318	4,463	4,864	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)	(616)	(622)	(655)	Investments in Associates	107	108	110	111	113
General and Administrative Expenses	(1,072)	(1,299)	(1,272)	(1,285)	(1,355)	Other Non-current Assets	444	492	509	532	559
Impairment Losses on Financial Assets	(10)	(9)	(9)	(10)	(10)	Total Non-current Assets	21,636	23,550	25,533	27,579	29,503
Operating Profit	2,838	2,519	2,598	2,733	3,033	Inventories	1,699	1,597	1,617	1,663	1,782
Finance Costs	(662)	(580)	(536)	(532)	(534)	Trade, Bills and Other					
Share of Profits of JV / Associates	5	1	2	2	2	Receivables	1,214	1,484	1,552	1,574	1,638
Profit Before Tax	2,181	1,940	2,064	2,202	2,501	Prepayments	1,231	601	755	826	888
Income Tax	(372)	(302)	(322)	(343)	(390)	Pledged Time Deposits	572	676	676	676	676
Profit After Tax	1,808	1,637	1,742	1,859	2,111	Cash & Cash Equivalents	1,470	1,163	908	652	1,499
Non-controlling Interest	(482)	(450)	(495)	(545)	(599)	Other Current Assets	46	63	39	41	42
Shareholders' Profit / Loss	1,326	1,187	1,247	1,314	1,512	Total Current Assets	6,231	5,583	5,547	5,431	6,525
Basic EPS	1.097	0.969	1.018	1.073	1.222	Total Assets	27,867	29,133	31,080	33,010	36,028
DPS	0.250	0.240	0.252	0.266	0.302	Trade, Bills and Other Payables	3,079	4,415	4,471	4,597	4,927
						Contract Liabilities	1,514	1,346	1,363	1,402	1,502
						Interest Bank and Other					
						Borrowings	5,856	4,469	4,915	5,059	5,438
						Other Current Liabilities	92	214	230	248	275
						Total Current Liabilities	10,541	10,444	10,979	11,305	12,142
						Other Payables and Accruals	589	493	499	513	550
						Interest Bank and Other					
						Borrowings	6,779	7,165	7,279	7,492	8,054
						Other Non-current Liabilities	390	521	543	569	613
						Total Non-current Liabilities	7,759	8,179	8,322	8,574	9,217
						Total Liabilities	18,299	18,622	19,301	19,879	21,359
						Share Capital	1,493	1,457	1,457	1,457	1,457
						Reserves	5,393	6,230	7,168	8,157	9,294
						Total Shareholders' Equity	6,886	7,688	8,626	9,614	10,752
						Minority Interest	2,682	2,823	3,154	3,517	3,917
						Total Equity	9,568	10,511	11,779	13,131	14,668
						Total Equity and Liabilities	27,867	29,133	31,080	33,010	36,028
						BVPS	5.694	6.280	7.046	7.853	8.782

现金流量表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Profit Before Tax	2,181	1,940	2,064	2,202	2,501
Depreciation and Amortisation	1,421	1,534	1,607	1,684	1,766
Change in Working Capital	226	1,505	(384)	(82)	156
Other Operating Activities	555	347	277	260	209
Cash from Operating Activities	4,383	5,326	3,564	4,064	4,633
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)
Issuance / (Repurchase) of Shares	298	(36)	0	0	0
Issuance / (Repayment) of Debts	734	(949)	562	356	941
Dividends	(243)	(321)	(294)	(309)	(325)
Interest Paid	(637)	(651)	(536)	(532)	(534)
Other Financing Activities	(234)	(201)	(36)	(185)	(250)
Cash from Financing Activities	(82)	(2,158)	(304)	(670)	(168)
Cash at Beg of Year	893	1,470	1,163	908	652
Net Changes in Cash	577	(307)	(255)	(255)	847
Cash at End of Year	1,470	1,163	908	652	1,499

财务比率					
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Gross Margin	18.8	17.8	18.1	18.2	18.4
Operating Margin	12.3	10.7	10.9	11.1	11.5
Net Margin	5.7	5.1	5.2	5.4	5.7
ROA (%)	6.8	5.7	5.8	5.8	6.1
ROE (%)	15.1	11.8	11.2	10.5	10.9
Net Gearing Ratio (%)	110.7	93.2	90.1	85.5	77.1
Interest Coverage (x)	4.3	4.3	4.8	5.1	5.7

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内之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、或者会令国泰君安与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