



2024年08月28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

逆势扩张彰显战略远见，强大的成本优势助力穿越周期

上半年净利润增长26%，业绩超预期。我们看好中国心连心化肥强大的成本优势，在尿素价格下行周期中，仍然保持较高的盈利能力。维持目标价6.5港元，对应24年和25年3.9倍和4.4倍预测市盈率，距离现价有83%上涨空间，买入评级。

报告摘要

上半年净利润增长26%，业绩超预期。2024上半年中国心连心化肥的收入达到120.6亿，同比持平，归母净利润6.9亿，同比增长26%。上半年化肥与精细化工产品价格有所下降，公司通过优化生产工艺，严控能耗指标，生产长周期安稳运行等提质降本增效的措施，以及在原材料成本下降的影响下，盈利能力稳步提升，业绩超预期。

高效肥销量增加，有助于利润率提升。上半年公司化肥产品价格下降，销量大幅增长，毛利率均有所改善。公司尿素收入38.3亿，同比增长9%，价格下降13%，销量提升25%，尿素毛利率增长2个百分点，达到31%。复合肥收入34.1亿，同比增长6%，价格下降6%，销量增长13%，毛利率提升6个百分点，达到18%。化工业务规模持续扩大，甲醇、DMF等产品盈利在改善。甲醇收入12.9亿，同比增长32%，价格提升1%，销量提升31%，毛利率增长10个百分点，达到8%。DMF收入6.0亿，同比增长14%，价格下降13%，销量提升31%，毛利率增长2个百分点，达到13%。三聚氰胺收入4.0亿，同比下降4%，毛利率为30%，同比下降6个百分点。

24-26年陆续有新项目投产，资本开支高。24年上半年东北葫芦岛复合肥项目投产，主要生产高端复合肥和液体肥，这是心连心在北方区域的重要布局。下半年新疆6万吨聚甲醛、广西贵港30万吨复合肥即将投产。明后年将有九江二期、准东一期等大型项目投产。我们认为24-26年是公司资本开支高峰期，为了缓解资金压力，以及聚焦主业，中国心连心已经出售新疆天欣煤矿100%股权，转让价格为人民币13.7亿元，为公司带来一次性收入。

投资建议。我们看好公司强大的成本优势，在尿素价格下行周期中，仍然保持较高的盈利能力。维持目标价6.5港元，对应24年和25年3.9倍和4.4倍预测市盈率，距离现价有83%上涨空间，买入评级。

风险提示：行业竞争加剧；价格不及预期

31/12年结；百万元人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	23,072	23,475	24,848	29,011	35,642
增长率(%)	35.9%	1.7%	5.8%	16.8%	22.9%
归母净利润	1,326	1,187	1,922	1,699	2,346
增长率(%)	2.3%	-10.5%	61.9%	-11.6%	38.1%
毛利率(%)	18.8%	17.8%	19.0%	19.3%	20.1%
净利率(%)	5.7%	5.1%	7.7%	5.9%	6.6%
每股收益(元)	1.10	0.97	1.57	1.39	1.92
每股净资产(元)	5.69	6.28	7.58	8.68	10.25
市盈率	3.0	3.4	2.1	2.4	1.7
市净率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
净资产收益率(%)	21.1%	16.3%	22.6%	17.1%	20.3%
股息收益率	7.5%	7.2%	8.0%	8.8%	10.4%

数据来源：公司资料，安信国际预测

投资评级： 买入

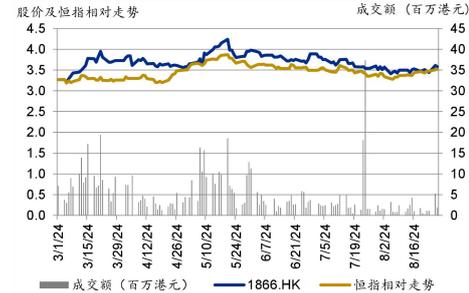
目标价格： 6.5 港元

现价 (2024-08-27): 3.6 港元

总市值(百万港元)	4,601.08
流通市值(百万港元)	4,601.08
总股本(百万股)	1,285.22
流通股本(百万股)	1,285.22
12个月低/高(港元)	2.9/4.3
平均成交(百万港元)	3.73

股东结构	
管理层持股	33.8%
员工持股	20.9%
其他	45.3%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-3.88	-1.50	-1.40
绝对收益	1.13	-6.53	-1.86

数据来源：彭博、港交所、公司

王强

分析师

+852 2213 1422

jimmywang@eif.com.hk

财务预测

损益表					
人民币百万元 财务年度截至12月31日	22年 实际	23年 实际	24年 预测	25年 预测	26年 预测
收入	23,071.9	23,475.3	24,847.8	29,011.4	35,642.4
毛利	4,348.9	4,187.0	4,725.9	5,599.2	7,174.1
其他收入	187.3	298.9	1,032.0	131.1	132.4
销售及管理费用	(1,601.0)	(1,917.4)	(2,049.9)	(2,291.9)	(2,762.3)
其他开支	(92.3)	(48.8)	(50.7)	(51.6)	(52.4)
营业利润	2,842.9	2,519.7	3,657.2	3,386.8	4,491.8
财务费用	(662.2)	(580.0)	(560.1)	(648.7)	(710.2)
税前盈利	2,180.7	1,939.7	3,097.1	2,738.1	3,781.6
所得税	(372.5)	(302.5)	(464.6)	(410.7)	(567.2)
少数股东应占利润	482.0	450.4	710.8	628.4	867.9
归母净利润	1,326.2	1,186.9	1,921.8	1,699.0	2,346.5
增长					
总收入 (%)	35.9%	1.7%	5.8%	16.8%	22.9%
每股收益 (%)	-0.8%	-11.6%	61.9%	-11.6%	38.1%

资产负债表					
人民币百万元 财务年度截至12月31日	22年 实际	23年 实际	24年 预测	25年 预测	26年 预测
现金	1,469.8	1,162.6	1,524.9	1,035.5	1,028.6
应收账款	1,019.7	1,138.1	1,192.6	1,392.4	1,710.7
存货	1,699.5	1,596.7	1,673.1	1,953.5	2,400.0
其他流动资产	2,042.0	1,686.1	1,429.6	1,231.2	1,210.7
总流动资产	6,230.9	5,583.4	5,820.2	5,612.5	6,349.9
固定资产	19,457.9	20,236.1	24,699.3	29,770.3	34,086.4
矿权	233.4	232.4	0.0	0.0	0.0
其他固定资产	1,945.0	3,081.6	2,383.0	2,470.4	2,654.9
总资产	27,867.2	29,133.5	32,902.5	37,853.3	43,091.3
应付帐款	645.7	1,388.6	1,666.3	1,833.0	2,016.3
短期银行贷款	5,556.1	4,468.6	5,138.9	6,063.9	6,670.3
其他短期负债	4,339.0	4,586.3	4,846.9	5,834.0	6,874.0
总短期负债	10,540.8	10,443.6	11,652.2	13,730.9	15,560.6
长期银行贷款	6,779.4	7,164.5	7,307.8	8,038.6	8,440.5
其他负债	979.2	1,014.4	1,125.6	1,296.4	1,510.7
总负债	18,299.3	18,622.5	20,085.6	23,065.8	25,511.8
少数股东权益	2,681.6	2,823.4	3,534.2	4,162.6	5,030.5
股东权益	6,886.2	7,687.6	9,282.6	10,624.8	12,549.0
每股账面值(元)	5.69	6.28	7.58	8.68	10.25
营运资金	(4,309.9)	(4,860.2)	(5,832.0)	(8,118.3)	(9,210.7)

数据来源：公司资料，安信国际预测

财务分析					
人民币百万元 财务年度截至12月31日	22年 实际	23年 实际	24年 预测	25年 预测	26年 预测
盈利能力					
毛利率(%)	18.8%	17.8%	19.0%	19.3%	20.1%
净利率(%)	5.7%	5.1%	7.7%	5.9%	6.6%
ROE(%)	21.1%	16.3%	22.6%	17.1%	20.3%
营运表现					
SG&A/收入(%)	6.9%	8.2%	8.3%	7.9%	7.8%
实际税率(%)	17.1%	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%
库存周转	33.1	30.2	30.3	30.5	30.8
应付账款天数	12.6	26.3	30.2	28.6	25.9
应收账款天数	16.1	17.7	17.5	17.5	17.5
财务状况					
净负债/股本	2.7	2.4	2.2	2.2	2.0
收入/总资产	0.83	0.81	0.76	0.77	0.83
总资产/股本	4.05	3.79	3.54	3.56	3.43
盈利对利息倍数	4.3	4.3	6.5	5.2	6.3
现金流量表					
人民币百万元 财务年度截至12月31日	22年 实际	23年 实际	24年 预测	25年 预测	26年 预测
经营活动					
营运资金变动前	4,307.5	4,057.0	4,606.5	4,580.0	6,016.5
营运资金变化	447.6	1571.0	927.5	821.8	488.9
所得税	(372.5)	(302.5)	(464.6)	(410.7)	(567.2)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运现金流	4382.5	5325.6	5069.5	4991.1	5938.1
投资活动					
资本开支	(3,776.1)	(3,492.1)	(5,046.8)	(6,969.4)	(6,671.6)
其他投资活动	52.4	17.2	101.4	57.5	51.7
投资活动现金流	(3,723.7)	(3,474.9)	(4,945.4)	(6,911.9)	(6,619.8)
融资活动					
负债变化	(16.7)	(1634.9)	564.1	1787.2	1096.0
股本变化	298.4	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(243.4)	(320.7)	(326.7)	(356.8)	(422.4)
其他融资活动	(122.4)	(202.2)	0.8	1.0	1.2
融资活动现金流	(84.2)	(2157.9)	238.3	1431.4	674.8
现金变化	574.7	(307.2)	362.3	(489.4)	(6.9)
期初持有现金	895.1	1,469.8	1,162.6	1,524.9	1,035.5
期末持有现金	1,469.8	1,162.6	1,524.9	1,035.5	1,028.6

数据来源：公司资料，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或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