

买入

行业高景气叠加产能释放，盈利弹性可期

中国心连心化肥 (1866.HK)

2021-08-11 星期三

投资要点

目标价: 6.15港元
现价: 4.64港元
预计升幅: 32.57%

➤ **2021H1实现归母净利润6.46亿元，同比增长258.36%，超市场预期：**

公司2021年中期实现归母净利润6.46亿元人民币，较去年同期的1.80亿元增长258.36%，同比增幅高出盈喜指引约50ppts，业绩超市场预期。业绩增长主要得益于尿素、复合肥、甲醇、二甲醚、三聚氰胺等产品销量和毛利率的提升。具体来看，1) 尿素：2021H1收入20.74亿元，yoy+32%，毛利率yoy+8.6ppts至35.4%，主要由于尿素产品销量和平均售价分别同比上升约8%和23%；2) 复合肥：2021H1收入同比增13%至19.81亿元，毛利率同比降2ppts至15%，收入增长主要由于复合肥销量及平均售价分别增长约5%及8%；3) 化工产品：2021H1甲醇收入同比增355%至7.33亿元，二甲醚收入同比增79%至6.18亿元，三聚氰胺销售收入同比增69%至5.35亿元，糠醇收入同比增48%至3.35亿元。

重要数据

日期	2021.8.10
收盘价 (港元)	4.64
总股本 (亿股)	11.7
总市值 (亿港元)	54.3
净资产 (百万元)	4,530
总资产 (百万元)	20,955
52周高低 (港元)	5.38 / 2.12
每股净资产 (元)	3.87

➤ **碳中和背景下，行业供需紧张持续，产品价格高位有支撑：**

自2021年初以来，尿素、复合肥、三聚氰胺、甲醇价格分别累计上涨52%、15%、99%、13%，价格净增加900、330、6600、290元/吨。在碳中和大背景下，煤化工行业供给端为收紧趋势。以公司盈利主要来源之一的尿素产品为例，当前尿素行业约有1400万吨的固定床落后产能，约占行业总产能的20%，预计2-3年内将加速出清。当前国内尿素企业总库存为10万吨左右，处于历史低位，约为去年同期1/2水平，行业供需紧张状态有望延续，价格高位有支撑。

主要股东

Pioneer Top (35.25%)

Go Power Investments (23.60%)

➤ **维持“买入”评级，目标价6.15港元：**

公司九江新基地已于今年2月投产，预计新乡基地技改产能有望于11月释放。我们上调公司盈利预测，预计2021-2022年录得营业收入分别为138.57、157.85亿元，分别同比增长32.67%、13.91%；归母净利润11.99、14.07亿元，同比增长244.68%、17.28%。参照公司历史PE中位数5-7倍的区间，我们给予公司2021年6倍目标PE，对应目标价6.15港元，较现价有32.57%的涨幅空间，维持“买入”评级。

相关报告

深度报告-产能释放正当时，受益于行业景气上行-20210527

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	89.28	104.45	138.57	157.85	175.07
同比增长(%)	-2.90%	16.99%	32.67%	13.91%	10.91%
归母净利润	3.16	3.48	11.99	14.07	15.91
同比增长(%)	-49.44%	10.13%	244.68%	17.28%	13.08%
归母净利润率	3.54%	3.33%	8.66%	8.91%	9.09%
每股盈利 (元)	0.27	0.30	1.02	1.20	1.36
PE@4.64HKD	14.32	13.01	3.77	3.22	2.85

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

研究部

姓名: 杨森

SFC: BJO644

电话: 0755-21519178

Email: yangsen@gyzq.com.hk

报告正文

2021H1 实现归母净利润 6.46 亿元，同比增长 258.36%，超市场预期：

公司2021年中期实现归母净利润6.46亿元人民币，较去年同期的1.80亿元增长258.36%，同比增幅高出盈喜指引约50ppts，业绩超市场预期。业绩增长主要得益于尿素、复合肥、甲醇、二甲醚、三聚氰胺等产品销量和毛利率的提升。具体来看，1) 尿素：2021H1收入20.74亿元，yoy+32%，毛利率yoy+8.6ppts至35.4%，主要由于尿素产品销量和平均售价分别同比上升约8%和23%；2) 复合肥：2021H1收入同比增13%至19.81亿元，毛利率同比降2ppts至15%，收入增长主要由于复合肥销量及平均售价分别增长约5%及8%；3) 化工产品：2021H1甲醇收入同比增355%至7.33亿元，二甲醚收入同比增79%至6.18亿元，三聚氰胺销售收入同比增69%至5.35亿元，糠醇收入同比增48%至3.35亿元。

碳中和背景下，行业供需紧张持续，产品价格高位有支撑：

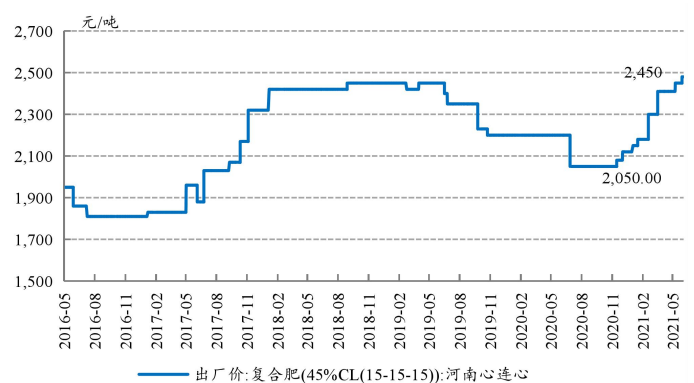
自2021年初以来，尿素、复合肥、三聚氰胺、甲醇价格分别累计上涨52%、15%、99%、13%，价格净增加900、330、6600、290元/吨。在碳中和大背景下，煤化工行业供给端为收紧趋势。以公司盈利主要来源之一的尿素产品为例，当前尿素行业约有1400万吨的固定床落后产能，约占行业总产能的20%，预计2-3年内将加速出清。当前国内尿素企业总库存为10万吨左右，处于历史低位，约为去年同期1/2水平，行业供需紧张状态有望延续，价格高位有支撑。

图 1：尿素价格走势



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 2：复合肥价格走势



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 3：三聚氰胺价格走势

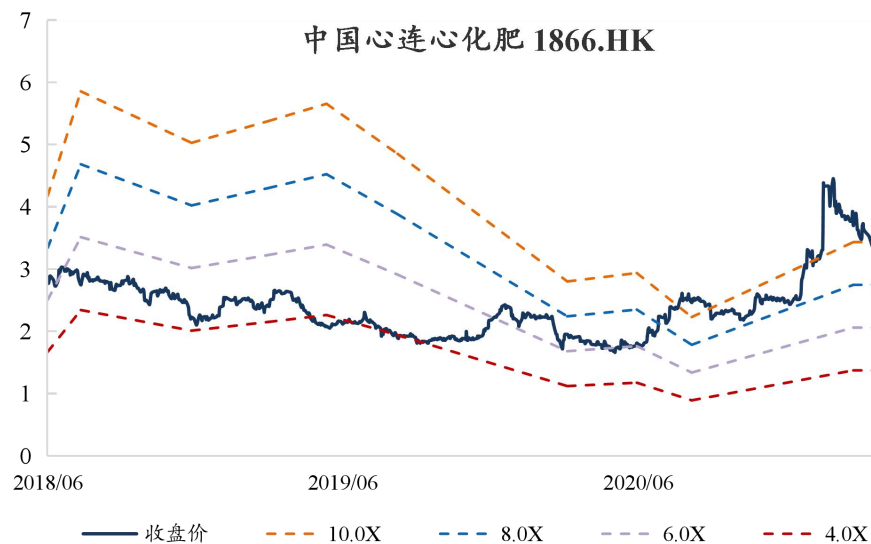

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

图 4：甲醇价格走势


资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

维持“买入”评级，目标价6.15港元：

公司九江新基地已于今年2月投产，预计新乡基地技改产能有望于11月释放。我们上调公司盈利预测，预计2021-2022年录得营业收入分别为138.57、157.85亿元，分别同比增长32.67%、13.91%；归母净利润11.99、14.07亿元，同比增长244.68%、17.28%。参照公司历史PE中位数5-7倍的区间，我们给予公司2021年6倍目标PE，对应目标价6.15港元，较现价有32.57%的涨幅空间，维持“买入”评级。

图 5：PE-Band


资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

表1：行业可比估值

	收盘价(当地货币) 2021/8/10	市值 (当地货币)	净利润(百万元)				PE			
			2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
华鲁恒升	34.6	732	2,453	1,798	5,681	5926	29.84	40.71	12.89	12.35
鲁西化工	18.8	357	1,692	825	4,352	4614	21.13	43.33	8.21	7.75
阳煤化工	4.0	94	-524	129	418	538	-17.95	72.97	22.51	17.49
史丹利	5.8	67	108	288	416	504	61.42	23.12	15.99	13.20
新洋丰	19.3	252	651	955	1,200	1432	38.63	26.34	20.96	17.57
云图控股	9.6	96	213	499	731	909	45.24	19.35	13.20	10.62
中国心连心化肥	4.6	54	316	348	1,199	1,407	14.32	13.01	3.77	3.22
行业平均			701	692	2,000	2,190	27.52	34.12	13.93	11.74

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

风险提示：

疫情控制不及预期、尿素需求不及预期、煤炭价格上涨超预期。

财务报表摘要

利润表						主要财务比率					
单位:亿元											
	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E		FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入	89.28	104.45	138.57	157.85	175.07	盈利能力 (%)					
营业成本	-69.87	-82.30	-98.78	-115.51	-128.53	毛利率	21.7%	21.2%	28.7%	26.8%	26.6%
毛利	19.41	22.15	39.79	42.34	46.54	净利率	4.6%	5.0%	12.0%	12.4%	12.6%
其他收入及收益, 净额	1.60	1.99	2.09	2.19	2.30	ROE	7.2%	8.2%	20.9%	19.6%	18.4%
销售费用	-5.16	-6.21	-7.82	-7.65	-8.13	偿债能力 (%)					
管理费用	-6.61	-6.24	-7.86	-8.33	-8.88	流动比率	0.58	0.49	0.64	0.76	0.86
其他支出-经营	-0.17	-1.30	-1.43	-1.57	-1.73	速动比率	0.43	0.37	0.50	0.61	0.70
财务费用	-3.74	-4.01	-4.63	-3.38	-3.39	资产负债率	65.3%	69.3%	66.4%	62.2%	58.4%
金融资产减值	-0.10	-0.06	-0.07	-0.07	-0.08	每股资料 (元)					
应占附属公司之溢利/亏损	0.02	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	每股收益	0.27	0.30	1.02	1.20	1.36
除税前溢利	5.26	6.31	20.06	23.53	26.61						
所得税	-1.12	-1.07	-3.40	-3.99	-4.51						
净利润(含少数股东权益)	4.14	5.24	16.66	19.54	22.09						
净利润(不含少数股东权益)	3.16	3.48	11.99	14.07	15.91						
资产负债表						现金流量表					
单位:亿元						单位:亿元					
	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E		FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
现金及现金等价物	8.84	6.82	17.44	26.46	33.63	净利润	3.17	3.48	16.66	19.54	22.09
交易性金融资产	0.22	0.16	0.18	0.19	0.21	加: 折旧与摊销	7.22	7.73	9.73	10.22	10.73
其他短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营运资本变动	7.87	-1.12	-3.34	0.55	-1.33
应收款项合计	12.74	17.69	21.21	24.47	27.86	其他非现金调整	4.75	6.95	7.65	8.41	9.25
存货	9.84	9.92	13.66	15.39	16.79	经营活动产生的现金流量净额	23.01	17.04	30.70	38.71	40.74
其他流动资产	5.13	7.19	8.63	10.35	12.42	投资活动:					
流动资产合计	36.77	41.79	61.11	76.86	90.92	出售固定资产收到的现金	0.45	1.19	1.31	1.44	1.58
固定资产净值	104.75	150.00	157.50	165.38	173.64	减: 资本性支出	28.73	39.30	35.37	38.91	42.80
权益性投资	0.17	0.94	1.03	1.14	1.25	投资减少	0.82	0.07	0.08	0.08	0.09
可供出售投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	减: 投资增加	0.21	0.30	0.33	0.36	0.40
其他长期投资	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09	其他投资活动产生的现金流量净额	-5.19	-0.67	-0.74	-0.81	-0.89
商誉及无形资产	12.42	4.46	4.91	5.40	5.94	投资活动产生的现金流量净额	-32.87	-39.02	-35.05	-38.56	-42.41
土地使用权	0.00	9.06	9.97	10.96	12.06	筹资活动:					
其他非流动资产	10.73	3.23	3.55	3.91	4.30	债务增加	53.89	79.40	83.37	87.54	91.92
非流动资产合计	128.14	167.76	177.04	186.86	197.28	减: 债务减少	41.42	57.12	62.83	72.26	75.87
总资产	164.91	209.55	238.14	263.73	288.21	减: 股本减少					
应付账款及票据	11.76	16.20	18.03	21.91	23.93	支付的股利合计	1.19	0.94	4.04	4.74	5.36
应交税金	0.48	0.54	1.36	1.77	2.03	其他筹资活动产生的现金流量净额	3.95	-1.39	-1.53	-1.68	-1.85
短期借贷及长期借贷当期到期部分	32.99	41.63	45.79	44.88	43.98	筹资活动产生的现金流量净额	15.24	19.95	14.97	8.86	8.84
其他流动负债	17.73	27.21	29.93	32.92	36.22	现金净流量:					
流动负债合计	62.96	85.57	95.11	101.48	106.15	现金及现金等价物净增加额	5.38	-2.02	10.62	9.02	7.17
长期借贷	41.51	57.00	59.85	58.65	57.48	现金及现金等价物期初余额	3.46	8.84	6.82	17.44	26.46
其他非流动负债	3.22	2.73	3.28	3.93	4.72	现金及现金等价物期末余额	8.84	6.82	17.44	26.46	33.63
非流动负债合计	44.74	59.73	63.13	62.58	62.20	估值比率(倍)					
总负债	107.69	145.31	158.24	164.07	168.34	PE	14.32	13.01	3.77	3.22	2.85
普通股股本	11.95	11.95	11.95	11.95	11.95						
储备	30.41	33.36	41.32	50.65	61.20						
普通股权益总额	42.35	45.30	53.27	62.60	73.15						
归属母公司股东权益	42.35	45.30	53.27	62.60	73.15						
少数股东权益	14.86	18.94	26.63	37.06	46.71						
股东权益合计	57.22	64.24	79.90	99.66	119.86						

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>