



## 转型成功，不再是单一的化肥企业

### 报告摘要

**战略转型成功，上半年净利润增长 129%：**2017 上半年公司营收同比增长 23.5%至 35.7 亿元；毛利率同比微增 0.2 个百分点至 19.1%；净利润同比大幅增长 129%至 1.87 亿元，每股收益为 0.15 元。上半年业绩大幅提升，主要因为公司转型成功，产业链向下延伸，拓展至盈利能力更强的三聚氰胺、液氨和甲醇产品。

**公司的业绩拐点已至，未来业绩将保持快速增长：**我们看好心连心 2017 与 2018 的发展，主要增长点：一.公司的新疆 5 厂地处中国‘一带一路’核心地带。公司在新疆拥有储量约 2.1 亿吨的自有煤矿，预计 18 年一季度开始产煤，全年可以供应 60 万吨以上。假如明年煤价维持现有水平，即便不考虑对高附加值配焦煤的销售，全部以普通烟煤来计算。单单 2018 年煤炭成本可以节省约 6000 万人民币。二.战略转型成功，业务结构持续优化。上半年公司收入中尿素占 39%、复合肥占 32%，甲醇 11%，三聚氰胺 5%和其他产品占 11%。近两年公司对其产品链的不断丰富，公司可以根据各个产品的盈利能力来调节生产线的生产计划，实现利润最大化。三.尿素供需关系改善，价格稳中有升。预计 2017 年尿素需求量在 5500 万吨，同比下降 12%，出口低迷及玉米种植面积减少导致需求下降。在供给方面，由于煤炭价格大幅提升，尿素成本转嫁能力弱，行业开工率低，预计全年产量在 5600 万吨，下降 16%。

**目标价 3.6 港元，买入评级：**我们认为中国心连心化肥业绩最差时期已经过去，18 年公司业绩将继续保持快速增长。我们预计公司 2017-2019 年净利润为 3.6 亿、5.3 亿与 5.4 亿，同比增长 1087%、49%和 2%。我们给予公司目标价 3.6 港元，为 2017 年 10 倍与 2018 年 6.8 倍预测市盈率，较现价有 40%上升空间，买入评级。

**风险提示：**1.尿素价格大幅下跌；2.公司扩张过快导致资金压力大

(31/12 年结；RMB 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,788	5,711	6,806	8,635	9,179
增长率(%)	13.9%	-1.3%	19.2%	26.9%	6.3%
净利润	409	30	358	533	541
增长率(%)	69.8%	-92.6%	1087.4%	49.1%	1.5%
毛利率(%)	22.9%	17.9%	20.1%	21.0%	20.2%
净利润率(%)	7.1%	0.5%	5.3%	6.2%	5.9%
每股收益(元)	0.35	0.03	0.30	0.45	0.46
每股净资产(元)	2.55	2.58	2.96	3.33	3.77
市盈率	6.3	85.3	7.2	4.8	4.7
市净率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
净资产收益率(%)	7.1%	0.5%	5.3%	6.2%	5.9%
股息收益率(%)	3.2%	1.6%	4.7%	5.2%	5.3%

公司资料、安信国际预测

评级： 买入

目标价格： 3.6 港元

期限： 12 个月

现价 (2017 年 10 月 12 日)： 2.57 港元

报告日期： 2017-10-13

总市值(百万港元)	2562.40
流通股市值(百万港元)	2562.40
总股本(百万股)	997.05
流通股股本(百万股)	997.05
12 个月低/高(港元)	1.89/2.76
平均成交(百万港元)	4.51

### 股东结构

刘兴旭 36.19%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	22.27	10.03	-1.51
绝对收益	25.24	21.76	17.94

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

## 1. 公司概况

1969年河南心连心化肥有限公司建厂，在2003年从国有改制为民营企业，于2006年7月在新加坡注册成立的有限公司。2009年公司在香港联合交易所主板挂牌上市。中国心连心化肥的总部位于河南新乡。刘兴旭先生为公司董事长及实际控制人。

心连心是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，总产能约260万吨，其中河南基地210万吨（1厂、2厂和3厂为固定床工艺，合计产能130万吨，4厂为水煤浆工艺，产能80万吨），新疆基地52万吨（水煤浆工艺）。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，并拥有两座煤矿以及一条铁路专用线。

图1：生产基地与产品

新疆基地	河南基地
<ul style="list-style-type: none"><li>• 煤炭</li><li>• 尿素</li><li>• 三聚氰胺</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 尿素</li><li>• 甲醇</li><li>• 液氨</li><li>• 复合肥</li></ul>

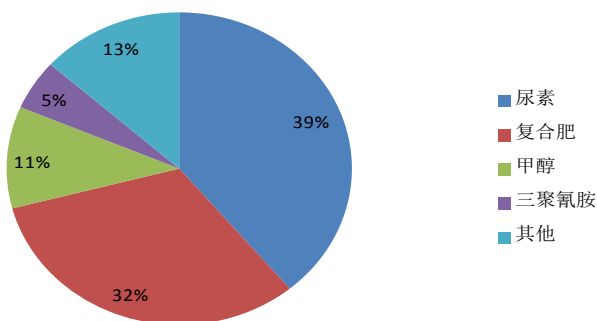
资料来源：公司资料、安信国际整理

## 2. 主营业务

2017上半年公司营收同比增长23.5%至35.7亿元；毛利率同比微增0.2个百分点至19.10%；净利润同比大幅增长129%至1.87亿元，每股收益为0.15元。

2017上半年公司业绩大幅提升，主要因为公司转型成功，其业务不再依靠尿素、复合肥等产品，产业链向下延伸，拓展至盈利能力更强的三聚氰胺、液氨和甲醇产品。上半年公司收入中尿素占39%、复合肥占32%，甲醇11%，三聚氰胺5%和其他产品占11%

图 2：1H2017 收入构成



资料来源：公司资料、安信国际整理

### 3. 18 年业绩增长点

我们认为 2017 与 2018 年是公司业务发展的拐点，业绩增长确定性高。主要增长点：一.尿素供需关系改善，价格稳中有升。二.2018 年心连心新疆煤矿开采，大幅降低生产成本的同时还带来巨额收益。三.战略转型成功，业务结构优化。三聚氰胺、液氨和甲醇等盈利能力更高的产品占比提升。

#### 尿素供需关系略有改善，价格恢复性增长

2016 年，全国有效尿素产能约 7710 万吨，实际产量为 6192 万吨，加上闲置产能，总产能超过 1 亿吨，行业产能利用率在 80%左右。产能过剩，价格低迷，2016 年行业亏损面达 51%。

2017 年尿素价格逐步回升，主要原因是供需关系趋于平衡。预计全年尿素需求量在 5500 万吨，同比下降 12%，出口低迷及玉米种植面积减少导致需求下降。在供给方面，由于煤炭价格大幅提升，尿素成本转嫁能力弱，导致行业开工率低，加速落后产能的淘汰。今年 1-7 月尿素产量仅为 3255 万吨，预计全年产量在 5600 万吨，下降 16%。

对于 2018 年我们相信供需会进一步平衡，尿素价格稳中有升，难以出现大幅上涨或下跌。18 年尿素需求与 2017 年相近，因为玉米种植面积已经连续多年下降，整体调整即将结束。供应端最大影响因素是煤炭价格，如果维持现有水平，尿素产能利用率将处于低位，工厂大面积复产的可能性低。

图3：尿素行业产能及产能利用率

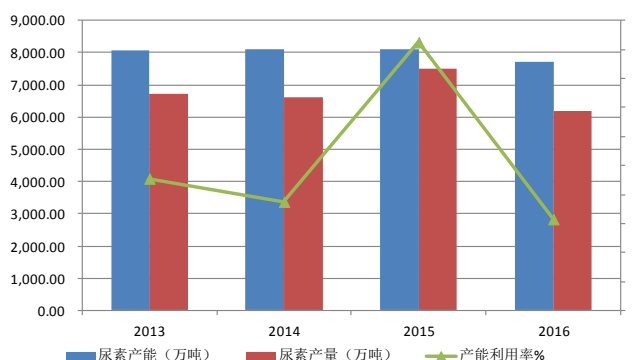
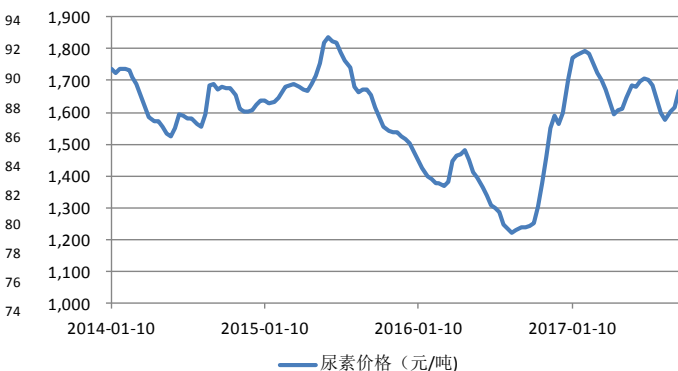


图4：尿素价格



资料来源：wind、安信国际整理

资料来源：wind、安信国际整理

### 新疆煤矿投入使用后，将对业绩产生重大影响

公司的新疆5厂地处中国‘一带一路’核心地带，煤炭和电力成本与内地相比成本更低。公司在新疆拥有储量约2.1亿吨的自有煤矿，目前正在做改造升级，预计17年底建设完毕，18年一季度开始产煤，预计全年可以供应60万吨以上。

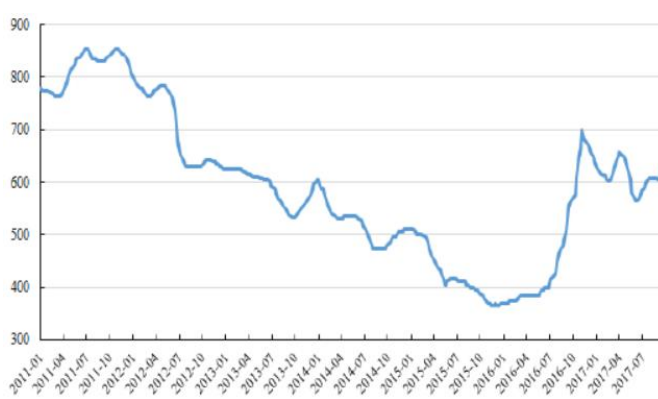
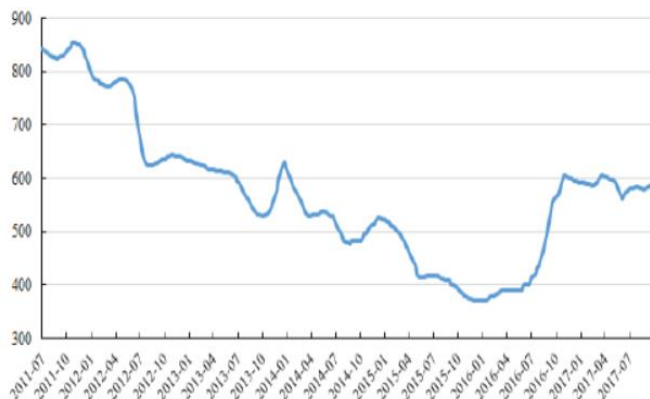
公司煤矿位于新疆玛纳斯县，矿区面积1.76平方公里，于2013年9月开始实施机械化改造，在2016年2月经过自治区政府同意，国土厅批复，并列入“自治区”煤炭工业十三五规划。根据第三方测量数据显示，该煤矿储量有大约35%是质量较高的配焦煤，目前该矿区开采的全部属于配焦煤，售价远好于普通烟煤。

我们认为该煤矿投产将对2018年公司业绩产生重大影响。假如明年煤价维持现有水平，即便不考虑对高附加值配焦煤的销售，全部以普通烟煤来计算。单单2018年煤炭成本可以节省约6000万人民币。从经济性角度出发，2018年心连心会将高质的配焦煤出售，买入普通烟煤用于日常运营，从而赚取额外收益。

截至2017年9月27日，秦皇岛海运煤炭交易市场发布的环渤海动力煤价格指数（环渤海地区发热量5500大卡动力煤的综合平均价格）报收于586元/吨；截至2017年9月25日，由中国煤炭市场网发布的CCTD秦皇岛煤炭价格报收于623元/吨。

图 5：环渤海动力煤价格指数

图 6：CCTD 秦皇岛煤炭价格



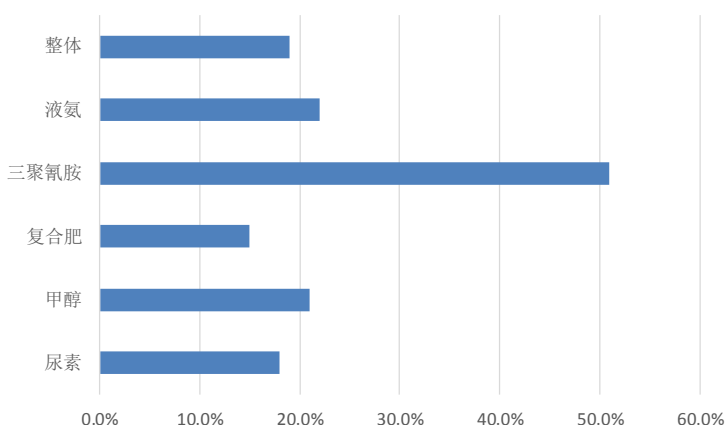
资料来源：wind、安信国际整理

资料来源：wind、安信国际整理

### 产品结构优化，提升盈利能力

在 2016 年下半年，公司的三聚氰胺及液氨生产线投产，代表着心连心不再是单一的化肥企业，转型成为煤化工企业。2017 年上半年公司净利润同比大幅增长 129%至 1.87 亿元，证明战略转型获得成功。随着近两年对其产品链的不断丰富，公司逐步提升了产品之间的柔性调节能力。公司可以根据各个产品的盈利能力来调节生产线的生产计划，使公司的整体盈利能力更加稳定并实现利润最大化。

图 7：1H2017 产品毛利率对比



资料来源：公司资料、安信国际整理

### 三聚氰胺

2016 年 9 月，公司新疆基地年产能 6 万吨的高压法三聚氰胺一期项目顺利投产。公司的尿素与三聚氰胺生产线一体化运营，可以实现将三聚氰胺的生产过程中产生的伴生氨气回收用于生产尿素，每吨三聚氰胺实际消耗约 1.5 吨尿素，而中国内地的独立三聚氰胺装置每吨消耗约 3 吨尿素。截



至 2017 年上半年，公司三聚氰胺毛利率达到 51%。由于产品不受运距限制，公司能销售至全国任意区域，甚至出口至东南亚及欧洲等地。

#### 甲醇与二甲醚

截至 17 年上半年公司河南基地的最大甲醇产量约 40 万吨。17 年 10 月，公司在河南基地新增年产能 30 万吨的甲醇装置，预计 Q4 公司的甲醇最大产量可达 70 万吨。另外 17 年 9 月公司的 20 万吨二甲醚生产线已经建成投产。随着国家对环保力度的加大和对清洁能源的支持，公司二甲醚产品盈利能力持续提升。而作为甲醇的下游，二甲醚的投产使公司在尿素-甲醇-二甲醚之间的产品切换更加灵活，盈利能力更加稳定。

#### 液氨

液氨产品是尿素生产的前段原料，在液氨产品市场价格好于尿素产品时公司会选择直接销售液氨。液氨主要应用于锅炉烟气的脱硫脱硝，以及磷酸一铵和磷酸二铵的生产。而随着国家加大环保力度，液氨产品需求在不断提升。

#### 复合肥与高效肥

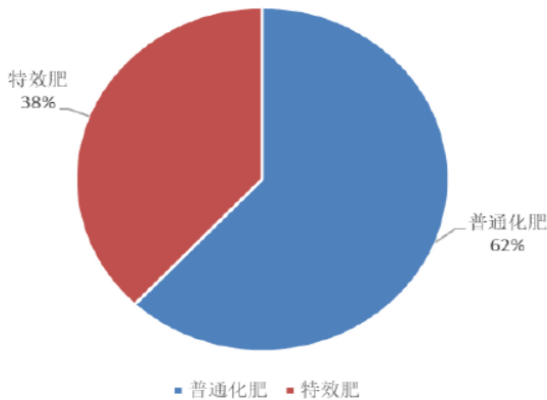
公司采取差异化的竞争策略，一方面公司具有 300 多种复合肥配方，适应各种天气、土壤等，满足农民的个性化需求。将尿素部分产能用以生产复合肥以获得更高得盈利；另一方面，公司加强腐殖酸肥、控失肥、水溶肥等高端特效肥的产出，提升整体售价。

公司现有 185 万吨复合肥年生产能力。复合肥的主要原材料为氮肥、磷肥和钾肥，公司利用自有尿素为原料以液态尿素（尿素喷浆造粒前）直接用管道输入复合肥生产线，可以最大程度的节省运输、包装和熔融的成本，因此公司复合肥产品的综合毛利率一直维持在 15% 以上。公司 2016 年复合肥销量约 95 万吨。随着公司近两年对销售渠道的不断拓展，预计 2017 年复合肥销量可以实现 20% 以上的增长，达 115 万吨以上。

在高效肥方面公司已经形成了控失、腐植酸和聚能网三大高系列。通过公司的大田实验对比，玉米种植施用控失尿素和腐植酸尿素比普通尿素要增产大约 10%，证明公司的高效肥可以提高农民的种粮收入。控失尿素和腐植酸尿素分别要比普通尿素售价高 200-300 元/吨。2017 年上半年，公司高效肥销售收入占化肥销售收入的 38%，而高效肥利润占化肥利润的 87%。说明在化肥市场整体低迷的情况下，公司高效肥的推广和销售使其盈利能力更加稳定。按照公司计划，未来两三年的时间，其高效肥销售对整体化肥收入占比将提高至 80%，盈利能力也将进一步增强。

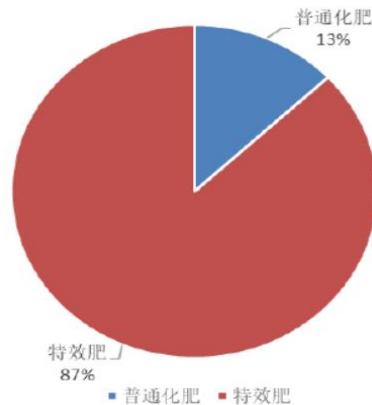


图 8：1H2017 化肥收入结构



资料来源：公司资料、安信国际整理

图 9：1H 化肥利润结构



资料来源：公司资料、安信国际整理

#### 4. 盈利预测与估值

我们认为中国心连心化肥业绩最差时期已经过去，18年公司业绩将继续保持快速增长。我们预计公司2017-2019年净利润为3.6亿、5.3亿与5.4亿，同比增长1087%、49%和2%。我们给予公司目标价3.6港元，为2017年10倍与2018年6.8倍预测市盈率，较现价有40%上升空间，买入评级。

图 10：盈利预测

(31/12 年结; RMB 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,788	5,711	6,806	8,635	9,179
增长率(%)	13.9%	-1.3%	19.2%	26.9%	6.3%
净利润	409	30	358	533	541
增长率(%)	69.8%	-92.6%	1087.4%	49.1%	1.5%
毛利率(%)	22.9%	17.9%	20.1%	21.0%	20.2%
净利润率(%)	7.1%	0.5%	5.3%	6.2%	5.9%
每股收益(元)	0.35	0.03	0.30	0.45	0.46
每股净资产(元)	2.55	2.58	2.96	3.33	3.77
市盈率	6.3	85.3	7.2	4.8	4.7
市净率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
净资产收益率(%)	7.1%	0.5%	5.3%	6.2%	5.9%
股息收益率(%)	3.2%	1.6%	4.7%	5.2%	5.3%

资料来源：公司资料、安信国际预测

财务预测

<b>损益表</b>					
人民币百万元 财务年度截至12月31日	15年 实际	16年 实际	17年 预测	18年 预测	19年 预测
<b>收入</b>	5,788.2	5,710.7	6,805.9	8,635.3	9,179.3
毛利	1,323.6	1,023.6	1,371.0	1,813.7	1,857.3
其他收入	80.7	70.0	56.9	61.4	66.9
销售及管理费用	(664.7)	(753.9)	(694.2)	(889.4)	(917.9)
其他开支	(33.2)	(33.2)	(34.9)	(36.6)	(38.4)
<b>营业利润</b>	706.4	306.5	698.9	949.1	967.8
财务费用	(228.2)	(266.4)	(202.3)	(210.3)	(218.3)
<b>税前盈利</b>	478.2	40.1	496.6	738.8	749.5
所得税	(69.9)	(11.1)	(136.9)	(203.7)	(206.7)
少数股东应占利润	(0.5)	(1.1)	2.0	2.0	2.0
<b>净利润</b>	408.8	30.1	357.6	533.1	540.9
折旧及摊销	385.1	522.1	454.6	481.0	494.9
<b>EBITDA</b>	1,091.5	828.6	1,153.4	1,430.1	1,462.7
<b>增长</b>					
总收入 (%)	13.9%	-1.3%	19.2%	26.9%	6.3%
EBITDA (%)	31.9%	-24.1%	39.2%	24.0%	2.3%
每股收益 (%)	69.8%	-92.6%	1087.4%	49.1%	1.5%

<b>资产负债表</b>					
人民币百万元 财务年度截至12月31日	15年 实际	16年 实际	17年 预测	18年 预测	19年 预测
现金	581.4	512.8	834.5	1,189.9	1,314.1
应收账款	66.3	75.1	64.7	53.6	122.5
存货	453.9	449.5	443.9	527.9	675.7
其他流动资产	1,150.3	1,029.2	963.4	1,117.0	1,253.6
<b>总流动资产</b>	2,251.9	2,066.7	2,306.5	2,888.5	3,365.8
<b>固定资产</b>	8,013.8	8,201.5	8,611.6	8,835.2	9,042.2
矿权	99.5	95.1	95.1	95.1	95.1
其他固定资产	470.1	556.7	556.7	556.7	556.7
<b>总资产</b>	10,835.3	10,920.0	11,569.9	12,375.4	13,059.8
短期负债					
应付帐款	140.2	185.6	203.1	282.9	238.7
短期银行贷款	890.2	756.2	657.5	683.5	709.5
其他短期负债	2,205.7	2,086.3	2,010.3	2,069.2	2,134.1
<b>总短期负债</b>	3,236.1	3,028.1	2,870.8	3,035.6	3,082.2
长期银行贷款	3,568.8	3,601.4	4,400.1	4,574.1	4,748.1
其他负债	1,029.4	1,007.6	705.6	705.6	705.6
<b>总负债</b>	7,834.3	7,637.0	7,976.4	8,315.2	8,535.9
少数股东权益	0.0	247.2	249.2	251.2	253.2
<b>股东权益</b>	3,001.0	3,035.8	3,344.2	3,809.1	4,270.7
每股账面值(元)	2.55	2.58	2.84	3.24	3.63
营运资金	(984.2)	(961.4)	(564.3)	(147.1)	283.6





<b>财务分析</b>					
人民币百万元 财务年度截至12月31日	15年 实际	16年 实际	17年 预测	18年 预测	19年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	22.9%	17.9%	20.1%	21.0%	20.2%
EBITDA 利率 (%)	18.9%	14.5%	16.9%	16.6%	15.9%
净利率 (%)	7.1%	0.5%	5.3%	6.2%	5.9%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	11.5%	13.2%	10.2%	10.3%	10.0%
实际税率 (%)	14.6%	27.6%	27.6%	27.6%	27.6%
库存周转	37.1	35.0	29.8	28.2	33.7
应付账款天数	11.5	14.5	13.6	15.1	11.9
应收账款天数	4.2	4.8	3.5	2.3	4.9
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	2.6	2.5	2.4	2.2	2.0
收入/总资产	0.53	0.52	0.59	0.70	0.70
总资产/股本	3.61	3.60	3.46	3.25	3.06
盈利对利息倍数	3.1	1.2	3.5	4.5	4.4
<b>现金流量表</b>					
人民币百万元 财务年度截至12月31日	15年 实际	16年 实际	17年 预测	18年 预测	19年 预测
<b>经营活动</b>					
营运资金变动前	1,087.7	823.2	1,330.9	1,363.3	1,353.3
营运资金变化	(507.4)	(447.3)	(40.8)	(112.0)	(320.2)
所得税	(69.9)	(11.1)	(136.9)	(203.7)	(206.7)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>营运现金流</b>	<b>510.3</b>	<b>364.8</b>	<b>1153.2</b>	<b>1047.6</b>	<b>826.4</b>
<b>投资活动</b>					
资本开支	(1,368.6)	(855.9)	(864.6)	(704.6)	(701.9)
其他投资活动	96.4	171.5	(45.3)	(54.3)	(65.2)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,272.2)</b>	<b>(684.4)</b>	<b>(909.9)</b>	<b>(758.9)</b>	<b>(767.1)</b>
<b>融资活动</b>					
负债变化	1204.3	682.6	200.0	200.0	200.0
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(60.0)	(83.0)	(121.6)	(133.3)	(135.2)
其他融资活动	(434.4)	(348.6)	0.0	0.0	0.0
<b>融资活动现金流</b>	<b>709.8</b>	<b>251.0</b>	<b>78.4</b>	<b>66.7</b>	<b>64.8</b>
<b>现金变化</b>	<b>(52.0)</b>	<b>(68.5)</b>	<b>321.6</b>	<b>355.5</b>	<b>124.1</b>
期初持有现金	633.4	581.4	512.8	834.5	1,189.9
期末持有现金	581.4	512.8	834.5	1,189.9	1,314.1

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

此报告只提供给您参考用途，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规则的解釋)，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