

2015年5月22日

群益香港研究部

hk\_research@e-capital.com.hk

目標價(HKD)

6.00

**公司基本資訊**

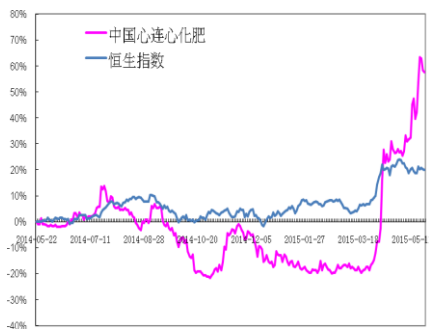
產業別	化工
H 股價(2015/5/21)	3.88
恒生指數(2015/5/21)	27523.72
股價 12 個月高/低	4.25/1.91
總發行股數(百萬)	1000
H 股數(百萬)	1000
H 市值(億元)	38.80
主要股東	Pioneer Top Holdings Limited(35.31%)
每股淨值(元)	2.67
股價/賬面淨值	1.14
股價漲跌(%)	一個月 三個月 一年
	27.21 115 59.67

**近期評等**

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

**產品組合**

尿素	59%
複合肥	24%
甲醇	13%

**股價相對大盤走勢**

**中國心連心化肥 (1866.HK)**
**Strong Buy**
**尿素行業景氣回升+低估值，給予買入評級**
**結論與建議：**

公司是國內大型尿素企業中少有的員工持股的民營企業，激勵機制良好。尿素行業在經歷了 2 年多的景氣低迷後，在供需格局的改善下有望迎來景氣復蘇。公司憑藉低成本優勢持續擴張產能，市場份額不斷提升。

受益尿素和額複合肥銷量增加，公司 2015 年 Q1 純利同比增 121%。我們預計公司 2015/2016 年分別實現淨利 4.74/5.97 億元 (RMB)，yoy 分別為 +97%/+26%，折合 EPS 分別為 0.47/0.60 元 (RMB)。目前股價對應的 2015/2016 年 PE 分別為 6 倍和 5 倍。鑒於尿素行業景氣有望回升，加上公司估值較低，我們給予強力買入的投資建議。

- **公司是國內唯一一家員工持股的民營尿素龍頭企業：**目前國內大型尿素企業大多是國有企業，公司 2003 年改制為民營企業，主要高管及員工通過註冊在國外的 Pioneer Top Holdings Limited 和 Go Power Investments Limited 間接持有上市公司 60% 以上的股份，激勵機制到位。
- **尿素貢獻主要營收和毛利：**公司目前擁有尿素 210 萬噸，複合肥 95 萬噸，甲醇 30 萬噸的產能，尿素產能在國內排名前列。2014 年公司尿素實現營收 30 億元，營收占比 59%，貢獻毛利 4.97，占比 55%。
- **尿素行業有望走出景氣低谷：**2012-2014 年，由於新增產能投產和國內宏觀經濟增速放緩，尿素行業景氣低迷。展望未來，我們認為在新增產能減少、高成本產能退出和出口政策放鬆的情況下，國內尿素供需格局有望改善，行業景氣度有望回升。
- **公司憑藉低成本優勢擴張：**公司為中國少數採用自動化工序生產尿素的企業之一，因此其尿素成本優勢顯著。根據公司披露的歷史數據來看，單噸尿素耗煤量連年下降，低成本成為公司的核心競爭力。憑藉成本優勢，公司積極佈局尿素產能擴張。繼 2014 年 85 萬噸新增尿素產能投產後，公司在建的新疆分廠尿素設計產能 52 萬噸，將於今年 7 月份投產。由於新疆煤炭、電力等成本更低，加上西部開發的政策優惠，即使考慮外運成本，公司尿素整體生產成本也要低於東部地區。
- **盈利預測：**受益尿素和複合肥銷量增加，公司 2015 年 Q1 純利同比增 121%。我們預計公司 2015/2016 年分別實現淨利 4.74/5.97 億元 (RMB)，yoy 分別為 +97%/+26%，折合 EPS 分別為 0.47/0.60 元 (RMB)，折合港幣為 0.60 和 0.76 元 (HKD)。截至昨日公司收盤價為 3.88 元 (HKD)，對應的 2015/2016 年 PE 分別為 6 倍和 5 倍。鑒於尿素行業景氣有望回升，加上公司估值較低，我們給予強力買入的投資建議。

..... 接續下頁 .....

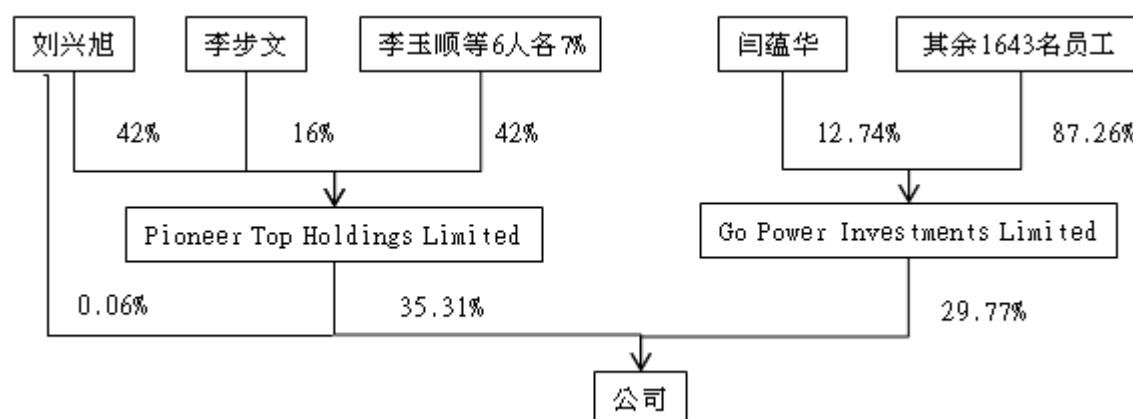
年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015E	2016E
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	311	264	241	474	597
同比增減	%	71.82%	-15.11%	-8.71%	96.64%	25.90%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.31	0.26	0.24	0.47	0.60
同比增減	%	71.82%	-15.11%	-8.71%	96.64%	25.90%
A 股市盈率 (P/E)	X	9.86	11.61	12.72	6.47	5.14
股利 (DPS)	RMB 元	0.04	0.06	0.06	0.12	0.15
股息率 (Yield)	%	1.21%	1.96%	1.96%	3.87%	4.87%

## 公司概況

公司於 2006 年 7 月在新加坡註冊成立，通過位於中國的全資附屬公司河南心連心化肥經營業務。河南心連心位於中國河南省新鄉經濟開發區，1969 年建廠，2003 年從國有企業改制為民營企業。2009 年 12 月，公司在香港聯合交易所主機板掛牌上市。

公司控股股東和實際控制人為劉興旭先生，以直接和間接的方式合計持有公司 35% 的股份。

圖：公司股權結構圖



資料來源：公司公告，群益證券整理

## 公司主營化肥業務

公司是中國煤基尿素及複合肥生產商之一，生產基地位於中國河南省新鄉經濟開發區，鐵路及高速公路網絡完善，毗鄰大部分客戶及煤炭資源豐富的山西省。公司目前擁有尿素 210 萬噸，複合肥 95 萬噸，甲醇 30 萬噸的產能。

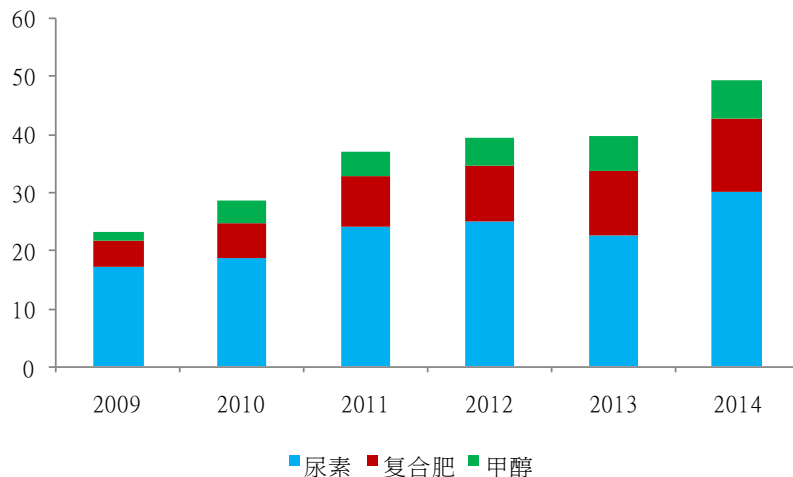
表：公司各產品產能變化

產能（萬噸）	2009	2010	2011	2012	2013	2014
尿素	125	125	125	125	125	210
複合肥	60	60	60	75	75	95
甲醇	20	20	20	20	20	30

資料來源：公司公告，群益證券整理

分產品來看，尿素一直是公司營業收入和毛利的主要來源。2014 年公司尿素實現營收 30 億元，營收占比 59%，複合肥實現營收 12.5 億元，營收占比 24%，甲醇實現營收 6.7 億元，營收占比為 13%。從毛利貢獻來看，2014 年公司尿素、複合肥、甲醇分別貢獻毛利 4.97、1.95、1.68 億元，占比分別為 55%、22%和 19%。

圖：公司主營產品營收變化（單位：億元）

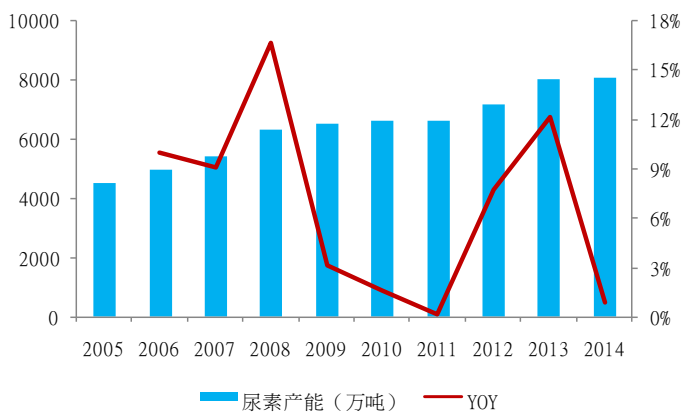


資料來源：公司公告，群益證券整理

### 尿素行業週期性強，未來有望走出景氣低谷

2008 年金融危機之後，中國推出了 4 萬億的經濟刺激計劃，由此帶動了宏觀經濟的復蘇。由於當時新增產能不多，尿素價格在需求和資金的合力作用下從底部逐步上漲，行業高景氣持續了 2 年左右。但是，經濟刺激也導致了大規模的尿素新增產能建設，這些產能於 2012、2013 年集中投產，因此導致了尿素供給短期快速增加。由於尿素主要用於農業施肥，需求增速緩慢，於是，在供給的巨大壓力之下，加上宏觀經濟增速放緩，其價格一路走低，行業景氣度逐步下滑。2013 年 5 月至今，尿素價格已經在底部盤整了近 2 年。

圖：中國尿素產能變化



資料來源：群益證券整理

圖：中國尿素價格變化 (單位：元/噸)



資料來源：隆衆石化網，群益證券整理

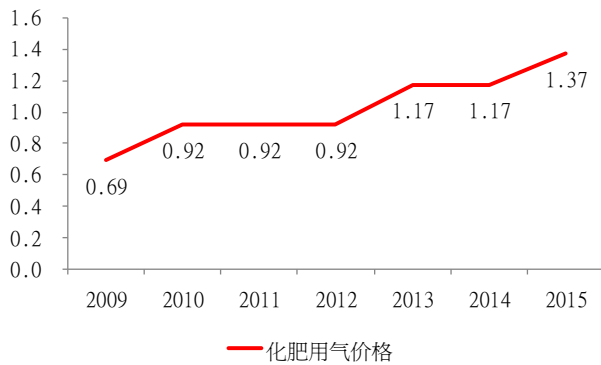
儘管目前尿素價格仍處於歷史相對低位，但是我們也看到了一些積極的變化：

(1) 新增供給的減少：低迷的價格使得尿素生產企業擴大產能的計劃放緩甚至取消，2014 年，我國尿素行業產能增速僅為 0.9%。由於尿素裝置的投建時間一般為 2-3 年，加上過去兩年行業景氣低迷，新建產能較少，因此，我們預計 2015-2016 年我國尿素產能增速仍將處於低位。

(2) 高成本尿素產能的退出：據有關統計，我國煤頭尿素產能占比約為 80%，氣頭約為

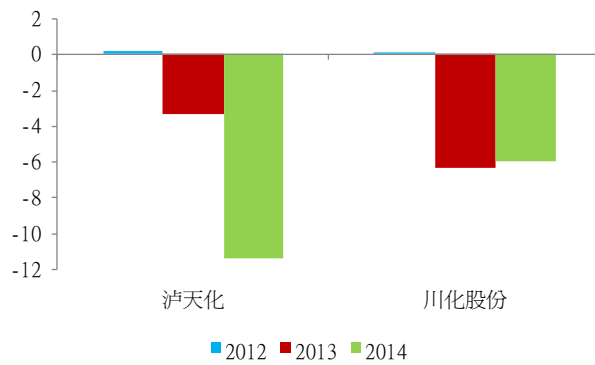
20%。受國家天然氣價格改革的影響，氣頭尿素成本不斷提高，并且隨著煤炭價格下滑其弱勢地位越來越明顯。根據相關氣頭尿素上市企業披露的財報顯示，大部分已經連續虧損了 2 年。隨著天然氣價格改革，2015 年成本依然會增加，因此未來此部分產能有望逐步退出。

圖：國內化肥用天然氣價格（單位：元/立方米）



資料來源：國家發改委，群益證券整理

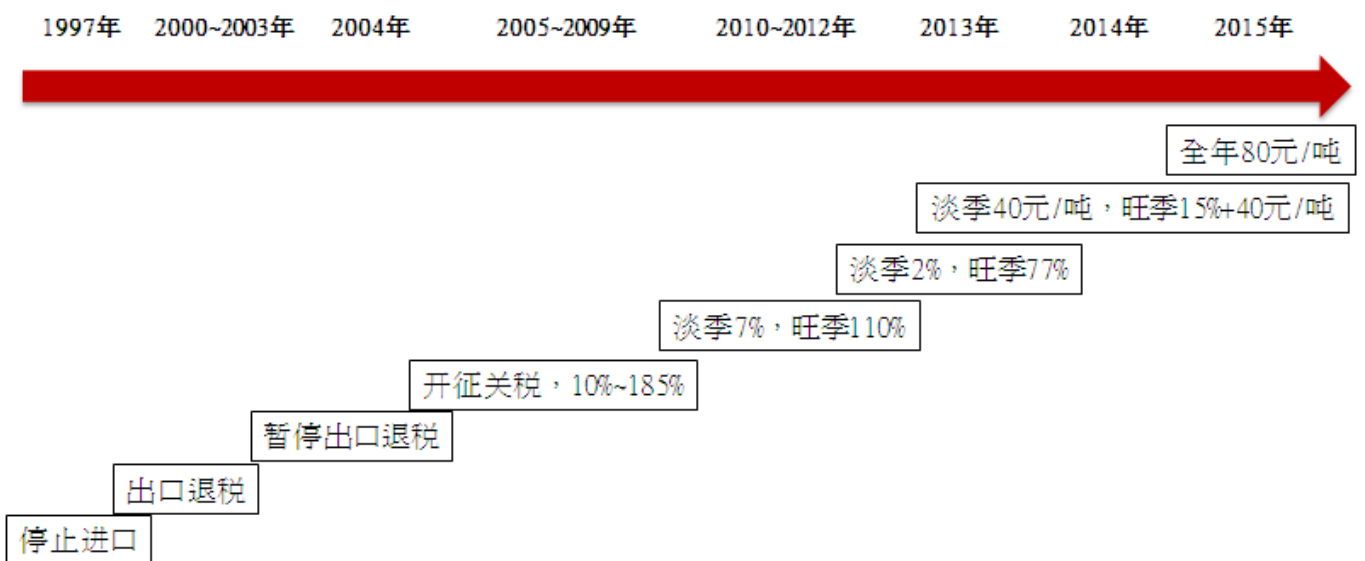
圖：氣頭尿素上市公司近三年淨利潤（單位：億元）



資料來源：公司公告，群益證券整理

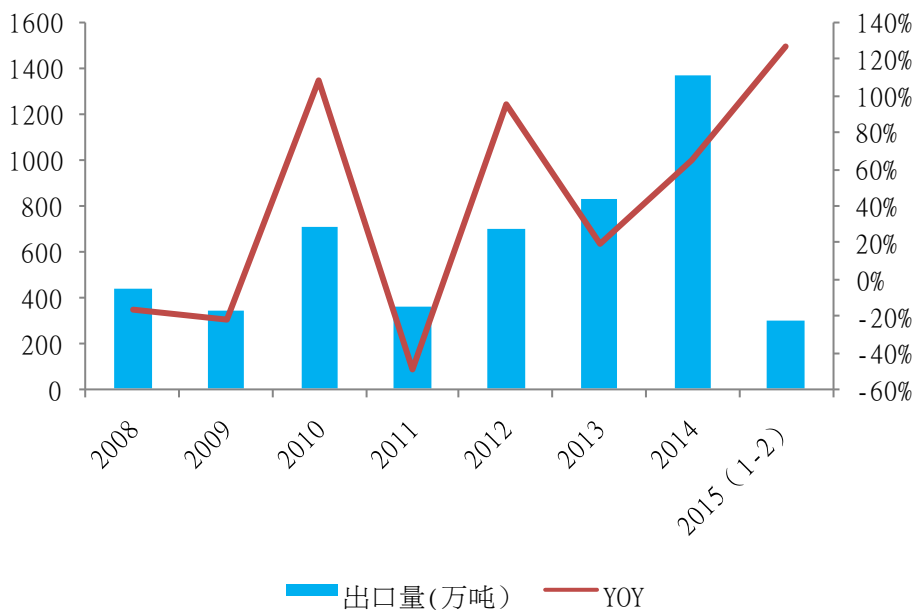
(3) 政策改善有望繼續刺激出口：國內 2005 年開始對尿素出口徵收關稅，為了優先滿足國內的用肥需求，此前的出口關稅稅率較高。近幾年，隨著國內尿素供需格局的改變，出口關稅也逐步下調，因此，刺激了出口的大幅增加。2015 年，尿素出口關稅進一步調整為全年統一 80 元/噸，按照 2014 年的出口量推算，我們預計此政策將為尿素企業出口減負三成左右。從出口數據來看，2014 年 1-2 月份我國尿素累計出口 297 萬噸，同比大增 127%。我們預計 2015 年國內尿素出口繼續大幅增加是大概率事件，這將有助於國內尿素庫存的消化，加快供需格局的改善。

圖：中國尿素出口政策的變化



資料來源：財政部，群益證券整理

圖：中國尿素出口量變化



資料來源：海關總署，群益證券整理

綜合以上因素，我們認為尿素行業在供給壓力減輕和出口需求改善的背景下未來有望走出景氣低谷。

#### 憑藉尿素成本優勢，積極佈局新疆市場

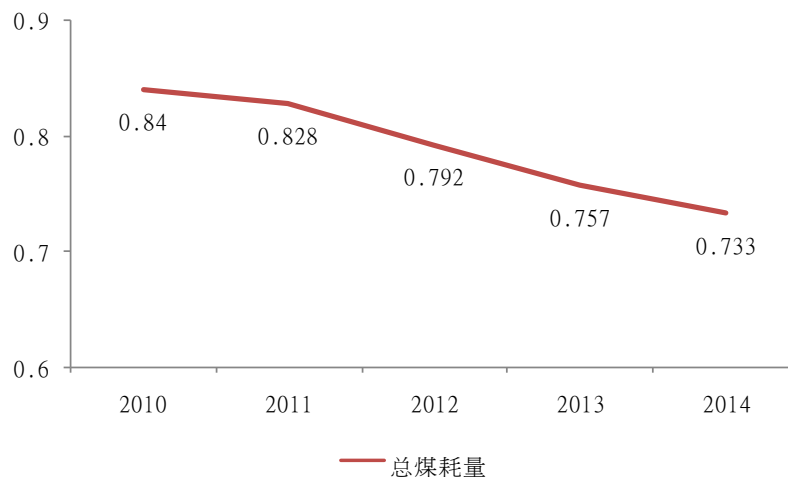
公司為中國少數採用自動化工序生產尿素的企業之一，因此其尿素成本優勢顯著。公司去年投產的 85 萬噸產能，由於採用的更加先進的技術，使得公司尿素成本進一步下降。我們以各上市公司公佈的毛利率進行比較發現，公司尿素毛利率近兩年持續排名在前列。根據公司披露的歷史數據來看，單噸尿素耗煤量連年下降，2014 年為 0.733 噸，相比 2010 年減少 12.7%。持續的技術升級使得公司的尿素生產成本持續下降，維持較高的競爭力。

表：公司尿素毛利率與 A 股相關上市公司比較

公司名稱	尿素產能	尿素毛利率	
		2013	2014
心連心	210	22.05%	16.54%
湖北宜化	330	21.74%	23.16%
華魯恒升	180	21.44%	16.01%
陽煤化工	215	12.92%	5.19%
柳化股份	30	6.80%	6.73%

資料來源：上市公司公告，群益證券整理

圖：公司單噸尿素總耗煤量（單位：噸）



資料來源：公司公告，群益證券整理

憑藉成本優勢，公司積極佈局尿素產能擴張。繼去年 85 萬噸新增尿素產能投產後，公司在建的新疆分廠尿素設計產能 52 萬噸，也將於今年 7 月份投產。由於新疆煤炭、電力等成本更低，加上西部開發的政策優惠，即使考慮外運成本，公司尿素整體生產成本也要低於東部地區。

爲了確保新疆分廠的煤炭供應以及規避煤炭價格波動對尿素成本的影響，公司 2 月份公佈，擬斥資 9444 萬元人民幣收購新疆煤炭開采及銷售公司-瑪納斯縣天欣煤業公司，以現金支付。

#### 複合肥行業週期性較弱，龍頭企業依賴資金和品牌等優勢擴張依然是主要趨勢

自上世紀 90 年代初，我國開始自行生產複合肥產品以來，複合肥施用量迅速增加，1990 年到 2012 年複合肥折純施用量從 342 萬噸增長至 1990 萬噸，增長了 4.8 倍，化肥複合化率由 13% 提高至 34%，每年提高 1% 左右。儘管我國複合肥使用量和複合化率不斷提高，但是與發達國家和國際平均水準相比，仍存在較大差距。因此，我國複合肥的使用量仍存在較大的提高空間。

由於技術壁壘較低，生產企業衆多，據統計，目前國內獲得複合肥生產許可證的企業有 4000 多家，其中大多爲產能在 1~5 萬噸的小企業，營收規模 2000 萬以上企業數量在 1200 家左右。行業前十名的企業 2006 年市場佔有率僅在 20% 左右，2011 年提高到 30% 左右。因此，我國複合肥行業整體呈現集中度低、競爭激烈的態勢。

爲了推動複合肥行業的健康發展，中國石油和化學工業協會制定的《石油和化工產業結構調整指導意見》（2009 年）指出，鼓勵企業實施兼併重組，提高產業集中度，爭取到 2015 年複合肥前 10 名企業的產量比例提高到 50% 以上。

複合肥龍頭企業在擴張方面具備多重優勢。首先，龍頭企業資金實力雄厚，淡季產能利用率依然較高。受農業生產規律制約，複合肥銷售存在較明顯的季節性，每年 3 至 10 月爲複合肥銷售旺季，11 月至次年 2 月爲銷售淡季。而氮磷鉀等單質肥價格具有明顯的季節波動性，因此，爲降低生產成本，複合肥生產企業一般會在冬季單質肥價格較低時采



購一部分單質肥。這對於複合肥生產企業的資金也提出了較高的要求，因此，在淡季時中小型複合肥企業由於資金實力有限往往無法提高產能利用率，生存壓力極大。

其次，複合肥行業的經濟運輸半徑為 500 公里，太遠將降低產品性價比，而且在運力緊張的情況下存在不能及時把貨物運送到市場的風險，因此，龍頭企業可憑藉資金優勢就近設立生產基地的方式搶奪市場。

最後，龍頭企業具備品牌優勢。在化肥中，氮肥、磷肥、鉀肥產品質量標準明確，市場相對規範，產品同質化，品牌不是很重要，而複合肥由於生產企業眾多、產品差異化、種類繁多，市場較為混亂，不乏偽劣產品。龍頭企業往往投入較多的資源比如資金、人員、時間等來建設和推廣自己的品牌，提高辨識度和影響力。

通過公司複合肥的產能數據我們可以看出，近幾年公司在此方面也是緊隨市場腳步擴張，複合肥產能由 60 萬噸提高至 95 萬噸。公司位於河南新鄉的 45 萬噸複合肥產能還處於建設中，預計將於年中投產。

### 盈利預測

根據以上分析，我們假設：

- (1) 公司尿素新增產能順利投產，尿素價格穩步提升；
- (2) 公司複合肥產銷量穩步提高，毛利率維持相對穩定；
- (3) 甲醇產銷量及毛利率相對穩定；

那麼，未來公司各產品的營收和毛利情況如下：

產品	2012	2013	2014	2015E	2016E
<b>尿素</b>					
產能	125	125	210	260	260
產量	132	135	217	240	260
銷量	117	122	196	226	256
價格	2140	1846	1535	1600	1700
收入	24.99	22.58	30.05	36.13	43.49
毛利	5.72	4.98	4.97	7.23	9.57
毛利率	22.90%	22.10%	16.60%	20.00%	22.00%
<b>複合肥</b>					
產能	75	75	95	110	165
產量	40	53	65	80	95
銷量	37	49	61	79	94
價格	2515	2246	2060	2060	2060
收入	9.38	10.96	12.46	16.20	19.44
毛利	1.28	1.19	1.95	2.59	3.11
毛利率	13.60%	10.90%	15.70%	16.00%	16.00%
<b>甲醇</b>					
產能	20	20	30	30	30
產量	22	27	40	40	40
銷量	22	28	34	40	40
價格	2220	2185	1988	1789	1968
收入	4.95	6.01	6.72	7.16	7.87

毛利	0.19	1.28	1.68	1.79	1.97
毛利率	3.90%	21.20%	25.00%	25.00%	25.00%

受益尿素和複合肥銷量增加，公司 2015 年 Q1 純利同比增 121%。我們預計公司 2015/2016 年分別實現淨利 4.74/5.97 億元，yoy 分別為+97%/+26%，折合 EPS 分別為 0.47/0.60 元。目前股價對應的 2015/2016 年 PE 分別為 6 倍和 5 倍。鑒于尿素行業景氣有望回升，加上公司估值較低，我們給予強力買入的投資建議。

預期報酬(Expected Return; ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ )；買入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

賣出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ )；強力賣出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )



## 附一：合并損益表

百萬元	2012	2013	2014	2015E	2016E
收入	3946	3969	5082	6098	7013
銷售成本	3226	3221	4183	4818	5470
毛利	720	748	899	1281	1543
其他收入及收益	29	26	56	60	60
銷售及分銷開支	69	82	198	213	281
一般及行政開支	202	276	243	274	316
其他開支	22	9	11	11	11
財務成本	82	95	218	274	281
除稅前溢利	372	312	285	567	715
所得稅開支	61	52	49	96	122
年內溢利	311	259	237	471	594
以下人士應占：					
母公司擁有人	311	264	241	474	597
非控股權益	-120	-5	-4	-3	-3

## 附二：合并資產負債表

百萬元	2012	2013	2014	2015E	2016E
總資產	5117	7302	9588	10547	11601
總負債	2789	4789	6915	7607	8367
淨資產	2328	2514	2673	2940	3234

## 附三：合并現金流量表

百萬元	2012	2013	2014	2015E	2016E
經營活動產生的現金流量淨額	665	793	956	1071	1199
投資活動產生的現金流量淨額	-1201	-1767	-1998	-1598	-1279
籌資活動產生的現金流量淨額	499	1294	877	888	560
現金及現金等價物淨增加額	-36	320	-164	360	480

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券；@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券；@。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。