

Initiation of coverage
BUY

China XLX Fertiliser (1866 HK)

Initiating coverage: industry boom spurs urea leader XLX's capacity expansion and consolidates its position

XLX has benefited from the industry boom, and sales and gross profit margins have widened. We believe agricultural product prices will remain high in the next 1-2 years, and fertilizers and chemical products would benefit. In 2H21, with the fertilizer sales peak season in autumn, XLX's main fertilizer business could sustain volume and price increases. We initiate coverage with a BUY call and a target price of HKD10.

China XLX Fertiliser boosted its urea supply chain to become a market leader

XLX is the 6th largest fertilizer company in China and the largest fertilizer company to use coal as raw material in Henan. As of 2020, major product production capacities were 2.60m tons of urea, 2.35m tons of compound fertilizers, 600,000 tons of methanol, and 50,000 tons of furfuryl alcohol. In February 2021, its third production base in Jiujiang City, Jiangxi Province commenced operation, consolidating its leadership in the fertilizer and chemical industries.

Market boom on rise in global agri-product prices; fertilizer, chemical segments

Global agricultural prices have been rising since 2020; domestic soybean and corn prices rose 50% to reach record highs. Since May 2021, affected by drought in Brazil and the US, shrinking supply in a variety of crop products, we think agricultural product prices could remain high. The rise in prices of agricultural products has led to rises in the prices of chemical fertilizers and chemical products. In 2021, prices of coal, urea, compound fertilizers and other products have been rising steadily. XLX has benefited from the industry's boom cycle, and sales and gross profit margins have increased. We believe agricultural product prices will remain high in the next 1-2 years, and fertilizers and chemical products could continue to benefit. In 2H21, as autumn enters the peak season for fertilizer sales, XLX's main fertilizer business could sustain volume and price increases.

Urea supply chain buildout; realizing its strategic goal of low-cost differentiation

Currently, the company has a relatively large cost advantage in the urea supply chain. The advanced coal-water slurry gasification process and integrated production technology of melamine have reduced production costs. Its favorable geographical location, combined with a diversified production management model, has enriched the product lines and effectively improved the company's comprehensive competitiveness.

1) Leading production technology and strong production cost control: XLX was the first company to use advanced coal-water slurry gasification technology in China and its production cost is 31% lower than the industry average. Its comprehensive cost ratio has been about 10ppt lower than the industry for many years. When XLX melamine started production, it adopted the advanced production technology of the Eurotech IV high-pressure method, which effectively reduced cost. It covered the complete supply chain in terms of coal, synthetic ammonia, urea and melamine.

2) Upgraded facilities improved gross margin: The company plans to complete a 9MWp photovoltaic power generation project by the end of October 2021E. And to complete the second phase of a 25MWp project by 2022E. These two projects when rolled out could achieve carbon dioxide emission reduction of 29,200 tons p.a., saving 13,500 tons of coal p.a., reducing outsourcing electricity costs. The company has a special railway line, which helps to reduce transportation costs.

3) The company has a production structure based on the principle of "one head with many tails". It allows immediate adjustments to product structures and formulas in response to market changes. It could also adjust product structure according to market demand and price levels. At the same time, the company values its independent R&D and has made bold forays into uncharted markets and products. It has developed and promoted three series of high-efficiency urea: energy network, fertilizer control and humic acid. These add value to the products.

Valuation and risks

Cost advantages in the urea and compound fertilizer industries, and the commissioning of XLX's Jiujiang base has helped its business expansion and growth. We expect revenue of RMB14.4bn/15.4bn/15.8bn in 2021/22/23E, up 38%/7%/3% yoy, and net profit of RMB1.2bn/1.25bn/1.18bn, changing +246%/+3.45%/-5.49% yoy. We assign a 8x PE in 2022E and initiate coverage with a BUY call and a target price of HKD10. **Risks include:** fluctuating agricultural product prices; fluctuating raw material prices; foreign exchange rate risks; and differences in cross-market valuations.

Target price:	HKD10.00
Share price (9 Sep):	HKD6.42
Up/downside	55.8%

Company information

52wk High (08/16/2021)	6.69
52wk Low (09/24/2020)	2.12
P/E (Trailing 12m)	7.70
Dividend Yield	1.56
Price to Book Ratio	1.24
Price to Sales Ratio	0.48
EV / Trail 12M EBITDA	9.08
Shares Outstanding (m)	1,171.6
Market Cap (HKDm)	7,521.8

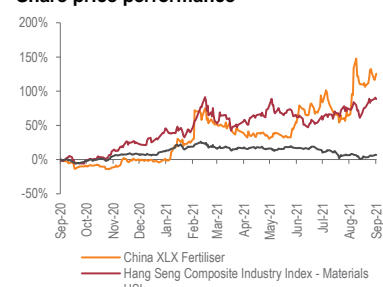
Source: Wind

Financial summary

	2021E	2022E	2023E
Revenue (RMBm)	14,383.26	15,418.01	15,837.90
YOY	38%	7%	3%
Gross Profit (RMBm)	3,713.48	3,858.74	3,800.67
Gross Margin (%)	25.82	25.03	24.00

Source: Wind, Company, Tianfeng Securities estimate

Share price performance



Source: BigData

TFI Asset Management Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by **Wu Li (吴立)**, **Li Hui (李辉)** and **Lin Yi Dan (林逸丹)**, employees of Tianfeng Securities Co., Ltd.

The target price of China XLX Fertiliser (1866 HK) is forecasted by TFI Asset Management Limited based on current information. The target price may fluctuate with reference to market fluctuations or other relevant factors. TFI Asset Management Limited may release publications which are inconsistent with the opinions, speculations, and predictions contained herein.

Table of contents

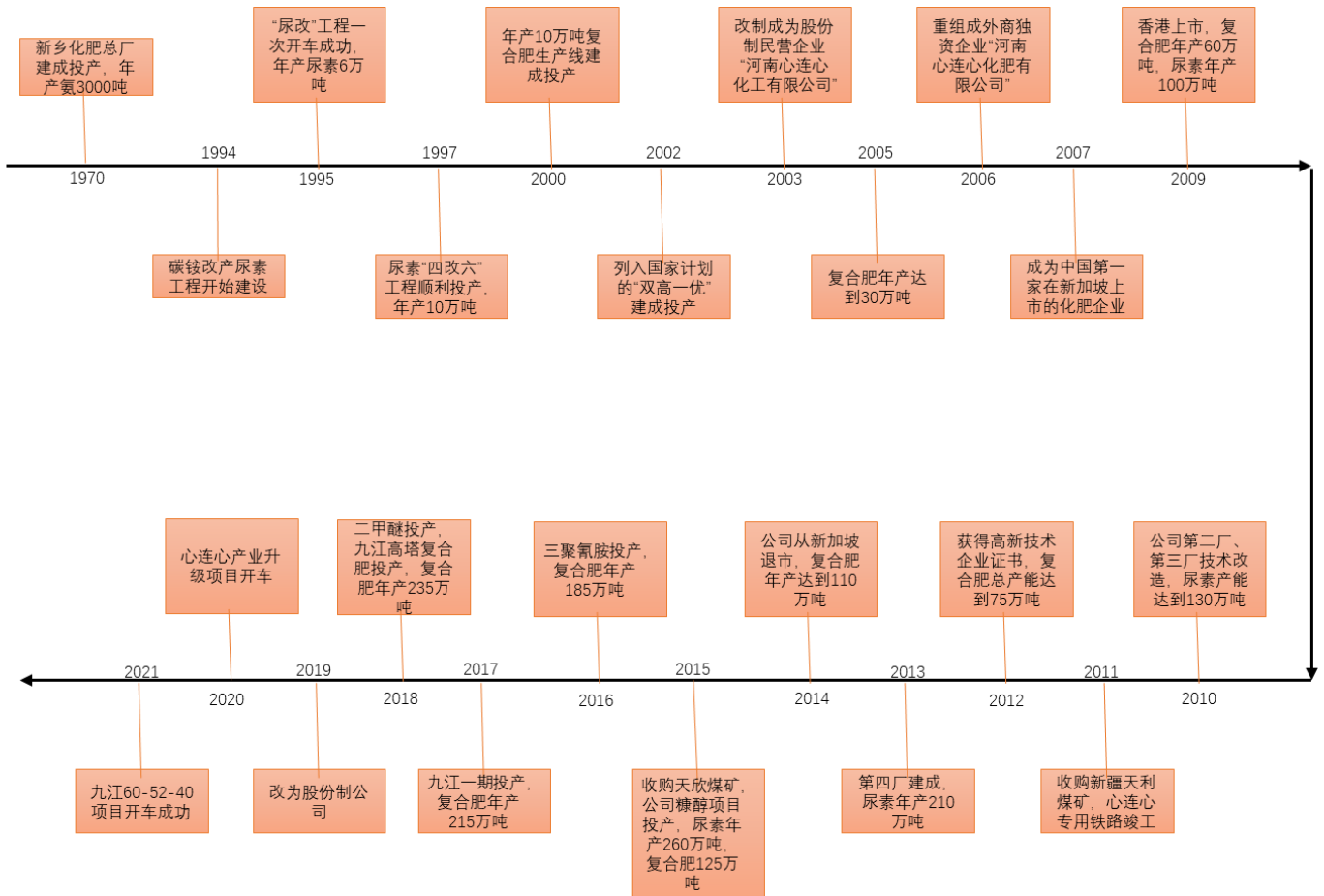
公司概况：中国化肥头部企业，氨产业链支撑公司发展	3
尿素以及复合肥行业龙头，产业链上下游布局主力发展	3
控股股东权利集中，管理层人员稳定	4
专注于产业链下游产品，新周期内毛利率可观	4
行业景气周期开启：农产品价格上涨，拉动化肥行业发展	8
优秀的成本控制+差异化的产品战略，公司发展迅速	11
优秀的成本控制提升公司盈利表现.....	11
丰富的产品结构和差异化的定位	13
战略性的地理布局，江西基地投产，销售覆盖全国	15
盈利预测	16
风险提示	17

公司概况：中国化肥头部企业，氨产业链支撑公司发展

尿素以及复合肥行业龙头，产业链上下游布局主力发展

中国心连心化肥的主体为河南心连心化学工业集团股份有限公司（原：河南心连心化肥有限公司）位于新乡经济开发区，是我国规模最大的民营化肥企业之一。心连心目前拥有新乡、新疆、九江三大生产基地，公司主要生产尿素、复合肥、甲醇、三聚氰胺等产品，其中尿素和复合肥年总产能突破 500 万吨。集团坚持“总成本领先、差异化竞争”的发展战略，依托新乡、新疆、九江的区位优势和矿产资源，上游向煤矿等资源发展，下游向新能源、新材料等产品链延伸，以追求煤化工相关产业的多元化方向发展。公司现有员工 8000 余人，拥有铁路专线。公司拥有**尿素 260 万吨、复合肥 235 万吨、甲醇 60 万吨、糠醇 5 万吨**的年生产能力。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1970 年公司的前身“新乡化肥总厂建成投产，年产合成氨 3000 吨。

1994 年-2002 年“新乡化肥总厂”完成“碳铵改尿素工程”、尿素“四改六”、热电、复合肥、甲醇、“双高一优”等一系列技改项目，在 2002 年实现年产尿素 30 万吨、复合肥 20 万吨、甲醇 5 万吨。

2003 年“新乡化肥总厂”改制成为股份制民营企业“河南心连心化工有限公司”。

2006 年-2009 年“河南心连心化工有限公司”重组成立外商独资企业“河南心连心化肥有限公司”，专门生产销售尿素、复合肥料、甲醇以及其他肥料产品。此公司由中国心连心化肥有限公司全资持有，并且于 2007 年在新加坡交易所主板上市，2009 年在港交所上市。

2010 年-2018 年先后收购新疆天利煤矿、新疆天欣煤矿开始涉足煤矿资源，同时在新疆和九江进行投资建厂，先后完成了尿素、复合肥产量的提升，并且新增了糠醇、三聚氰胺、二甲醚等产品。2011 年心连心专用铁路竣工；2014 年公司从新交所退市。

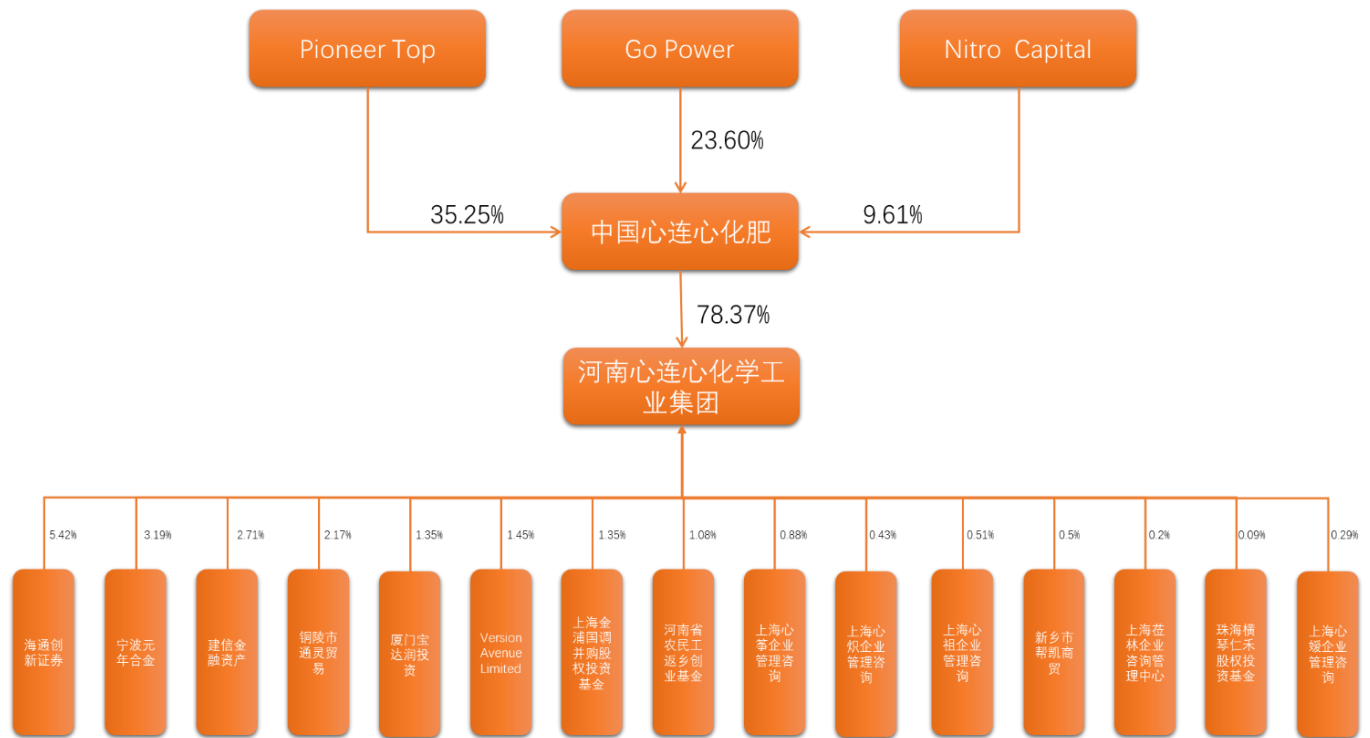
2018 年心连心公司引进海通创新、宁波元年、河南省农民工返乡创业投资基金、新乡市帮凯商贸等投资机构成功对公司进行股份制改造，成立“河南心连心化学工业集团股份有限公司”。

2021 年，心连心九江项目正式投产，新增产能 60 万吨合成氨，52 万吨尿素和 40 万吨二甲醚，同期公司产业升级项目开车成功。同年 8 月，公司投资 1.3 亿元进行总装机容量 34MWp 的光伏发电项目建设，该项目完成后能为公司节约煤炭使用量 1.3 万吨/年。

控股股东权利集中，管理层人员稳定

中国心连心化肥有限公司的股东中持股超过 5%的公司共有三家，分别是 Pioneer Top、Go Power 和 Nitro Capital。Pioneer Top 是一家在英属处女群岛的投资控股公司，根据 2016 年的信托协议：河南心连心化学工业集团的董事会主席刘兴旭先生持有该公司 42% 的股权，其余 58% 的股份由 7 名受益人共同持有，刘兴旭可以全权酌情行使 Pioneer Top 的投票权。Go Power 是一家在英属处女群岛的投资控股公司，河南心连心化学工业集团的执行董事闫蕴华占有 12.74% 的股份，剩下的 87.26% 由 1463 名受益人信托持有，闫蕴华可以全权酌情行使 Go Power 的投票权。Nitro 公司是在开曼群岛成立的投资公司，该公司是春华资本一号基金的全资子公司。在股份化重组后，中国心连心化肥持有河南心连心化工集团 78.37% 的股份，剩余股份由 15 家公司分散持有。

图 2：中国心连心股权架构图



资料来源：公司年报，启信宝，天风证券研究所

公司目前管理层稳定，公司主要管理层人员都在公司任职多年。刘兴旭先生自 1994 年开始担任公司前身“国有企业新乡化肥总厂”的厂长，从 2003 年开始担任心连心化工的董事长直至今日，刘兴旭先生占有公司 35.30% 的股份（包含个人和 Pioneer Top）。闫蕴华女士自从 1997 年 12 月加盟新乡化肥总厂负责会计工作，自 2016 年开始担任心连心化肥副董事长，占有公司 23.62% 的股份（包含个人和 Go Power）。

专注于产业链下游产品，新周期内毛利率可观

心连心目前拥有新乡、新疆、九江三大生产基地，主要从事尿素、复合肥、甲醇、二甲醚、三聚氰胺、糠醇、糠醛、2-甲基咪唑、医药中间体等相关产品的研发、生产和销售，截至 2020 年底有 4 条尿素生产线，18 条复合肥生产线，各项产品产能均在行业前列，2020 年共销售了尿素 194.7 万吨，复合肥 161 万吨，甲醇 35.5 万吨，三聚氰胺 13.8 万吨，糠醇 5.6 万吨，液氨 19.9 万吨以及二甲醚 30.9 万吨。

根据公司 2020 年报来看，公司中最重要的收入来源是尿素（29.49%）和复合肥（30.23%）。并且不同产品的毛利率差异较大，其中三聚氰胺的毛利率表现较为出色，尿素作为主要产品之一也有十分优秀的毛利率表现。进入 2021 年，从上半年年报可以看出上半年尿素的毛利率有所提升，达到了 35.42%，三聚氰胺的毛利率达到了 62.14%，这两项产品的毛利率均处于高位，说明公司今年业绩有望提升。

表 1：心连心主要产品毛利率对比

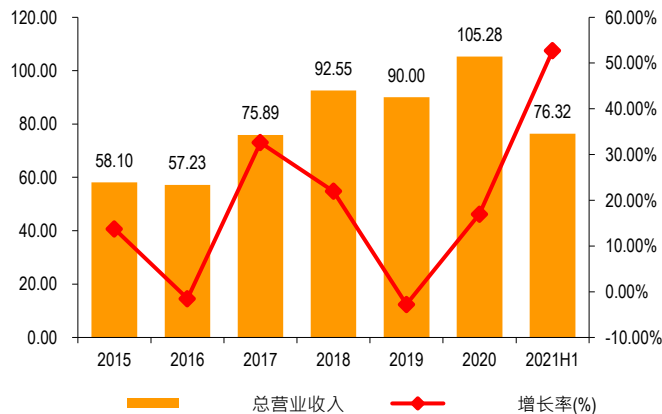
	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1	平均毛利率
综合	17.92%	20.99%	24.36%	21.74%	21.20%	27.97%	22.36%
复合肥	16.76%	13.84%	14.88%	15.75%	17.15%	14.98%	15.56%
尿素	19.01%	22.96%	30.75%	28.10%	27.33%	35.42%	27.26%
三聚氰胺		56.26%	52.28%	35.56%	32.40%	62.14%	47.73%
糠醇		9.48%	8.46%	15.30%	13.88%	13.42%	12.11%
甲醇	14.97%	18.82%	21.55%	4.74%	4.47%	19.66%	14.04%
其他产品	18.48%	25.30%	27.36%	30.77%	27.49%	34.74%	27.36%

资料来源：wind，天风证券研究所

中国心连心化肥在 2021 年上半年实现公司营业收入 76.32 亿元，同比增长 52.7%；扣非归母净利润为 6.68 亿元，同比增长 314.5%。公司上半年业绩表现优异有以下几个原因：

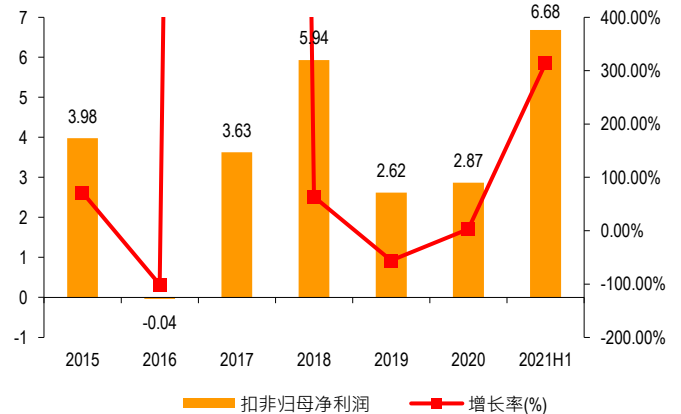
1. 疫情好转经济回暖，能源价格和全球粮价上涨推动了化肥及化工品价格提升。
2. 《碳达峰，碳中和》政策的出台加快了落后产能的退出，有利于行业龙头企业发展，公司在这个趋势下进一步扩大了市场份额。
3. 九江基地顺利投产，优质产能得以释放。

图 3：心连心总营收（亿元）及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：心连心扣非归母净利润（亿元）及增速



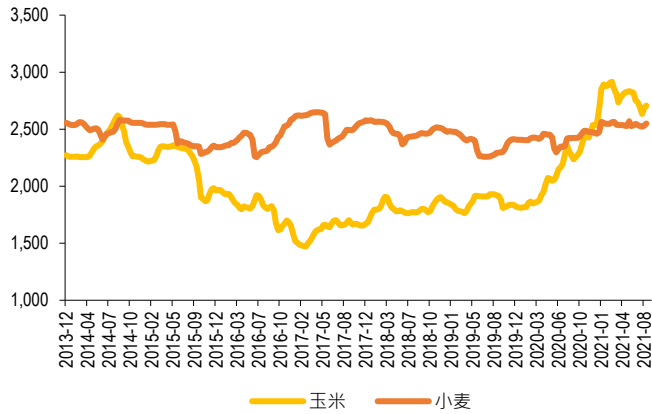
资料来源：wind，天风证券研究所

从总营收来看，公司总营收稳步上升且今年上半年业绩表现突出，我们预计在玉米和尿素维持高位的情况下，公司下半年有望保持上半年业绩水平。

从历年的财务数据来看，公司的盈利数据虽然波动较大，但是除了 2016 年因尿素处在近十年最低价格导致公司净利润出现负值外，其余年份公司均有盈利。在 2017 年前公司的主要收入来源是尿素和复合肥，两项产品的收入占公司总营收的 81%，在 2017 年后公司丰富了产品结构，虽然尿素和复合肥依旧是公司的主要收入来源，但是其他产品的加入提升了公司对抗市场的能力。

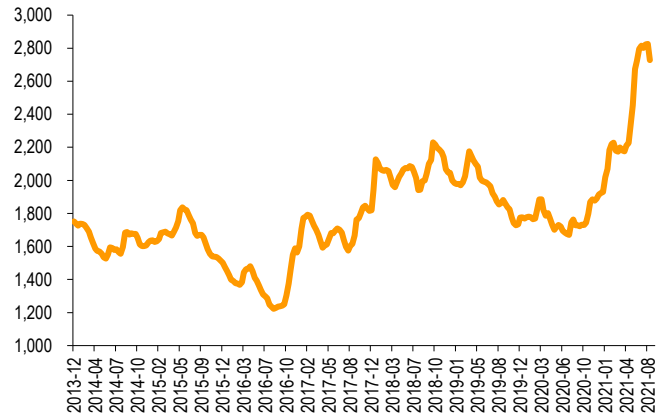
公司利润表现与尿素价格存在一定的正相关性，由于 2017-2018 年尿素价格稳步上升，公司利润有 63.59% 的增长，随着 2019 年尿素价格下跌，公司净利润跌了 55.91%。今年由于尿素价格处在历史高点，公司上半年实现了 6.68 亿的净利润，甚至超过了前一个峰值 2018 年全年的净利润。公司另一主要收入来源是复合肥，2016 年复合肥的毛利率由 2015 年的 19.9% 跌至 16.8%，主要原因是粮食价格走低导致复合肥平均售价减少约 18.8%，同时由于原料价格下跌，毛利率下降幅度不显著。而且当时公司有 81% 的收入来源为复合肥以及尿素，所以受市场价格波动影响较大。

图 5: 全国小麦、玉米价格 (元/吨)



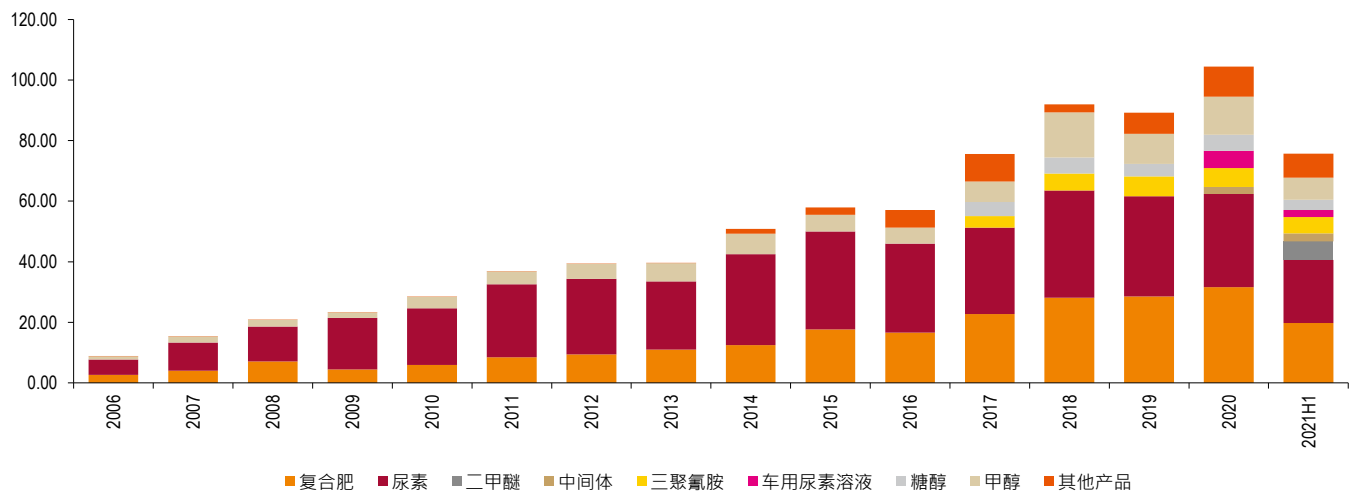
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 尿素价格 (元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

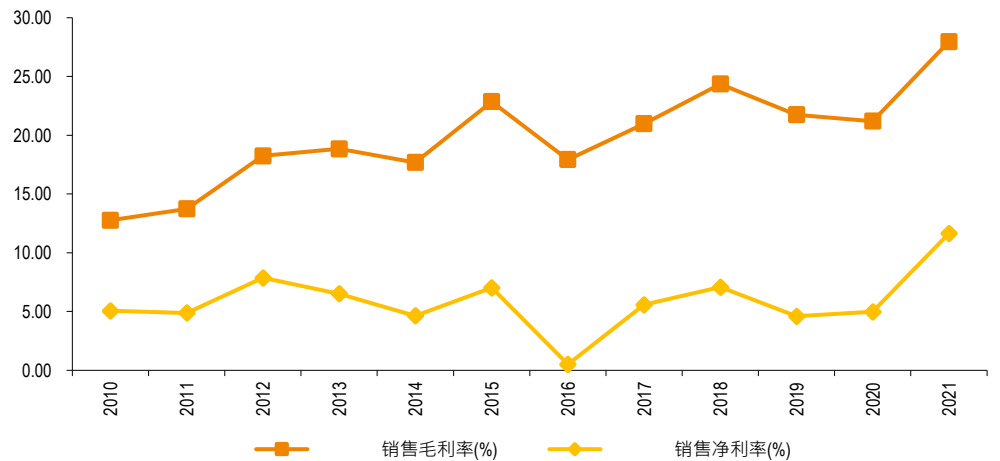
图 7: 公司营收占比 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

从盈利指标来看, 公司毛利率和净利率呈现周期性波动状态, **整体来看公司毛利率水平有所上升**, 净利率在 2016 年尿素价格走低的情况下只有 0.5%, 随后净利率水平恢复到和往年差不多的水平, 2020 年毛利率水平 21.2%, 净利率水平 4.98%, 由于利润水平受尿素价格影响较大, 2021 年在市场行情较好的情况下, 两项指标都有较大的提升, 截至 2021 年 6 月, 毛利率 27.97%, 净利率 11.65%。

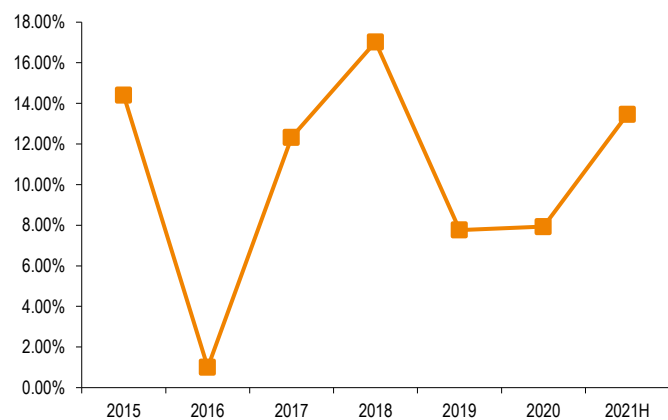
图 8: 公司毛利率和净利率变化



资料来源: wind, 天风证券研究所

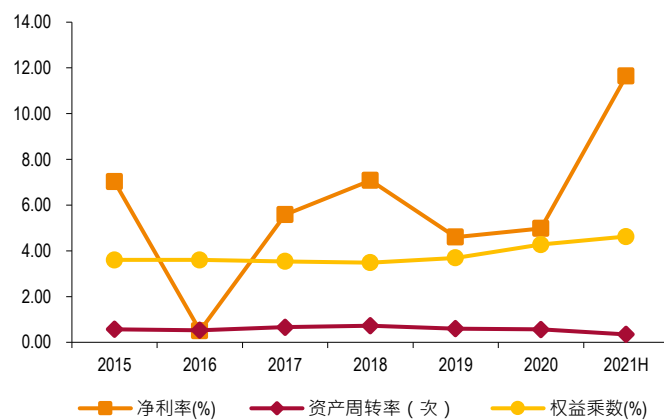
公司 ROE 水平基本和净利率走势相同，公司总体 ROE 水平并不高。公司权益乘数自 2015 年来不断提升，说明公司融资水平有相应的提高，有利于公司业务的扩大。但是自 2018 年后公司资产周转率不断下降，尤其是今年原材料价格上涨导致周转率明显下降。

图 9: 心连心 ROE 变化



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 心连心杜邦分析



资料来源: wind, 天风证券研究所

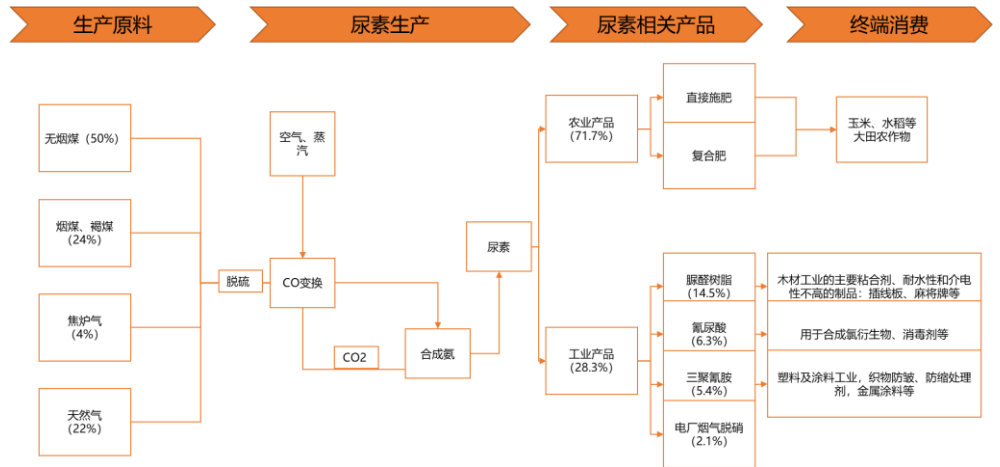
行业景气周期开启：农产品价格上涨，拉动化肥行业发展

尿素在农业和工业中不可或缺

化肥是以矿石、酸、合成氨等为原料经化学及机械加工制成的肥料，化肥不仅能提高土壤肥力，而且也是提高作物单位面积产量的重要保障。据联合国粮农组织(FAO)统计，化肥在农作物增产的产品总份额中占据约 40%-60%的份额，我国能以世界 7%的耕地养活世界 22%的人口，化肥起到举足轻重的作用。

在农业端，尿素可以当作中性速效肥料施用，也可以和磷肥、钾肥加工合成复合肥。氮肥在作物生产中有着重要作用，氮元素是植物中氨基酸、蛋白质和叶绿素的组成成分，可以用来提高农产品的产量和品质。生产上经常使用的氮肥有硫酸氨、碳铵和尿素，其中尿素的含氮量最高，是硫酸氨的 2.2 倍，碳酸氢铵的 2.6 倍。尿素是最常见且使用最多的氮肥之一，也是所有固体氮肥中含氮量最高的一种（46%），同时尿素中不含副成分，连年使用也不会破坏土壤结构，所以受到了市场的青睐，尿素占氮肥总产量的 67%；从总体化肥产量来看，我国尿素产量占化肥总产量的 42%，是肥料中占比最大的产品，同时尿素也是复合肥的重要组成部分，在复合肥中占比有三分之一左右。

图 11：尿素产业链

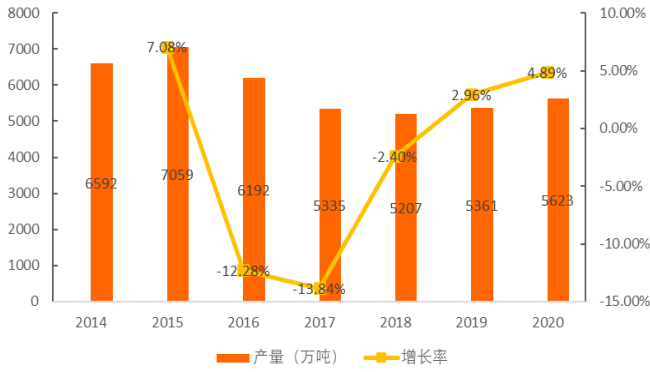


资料来源：郑州商品交易所，天风证券研究所 注：比例为 2017 年数据

在工业端，尿素主要用于生产脲醛树脂、三聚氰胺和三聚氰酸。脲醛树脂是国内外木材工业的主要粘合剂，同时还可以用于生产对耐水性和介电性能要求不高的制品，如插线板、开关、机器手柄等；三聚氰胺生产的三聚氰胺树脂可用于塑料及涂料工业，也可用于生产织物防皱、防缩处理剂；此外，还可以用于生产坚固、耐热的装饰薄板，防潮纸及灰色皮革鞣皮剂，合成防水层板的粘结剂，防水剂的固定剂或硬化剂等产品。三聚氰酸常用于生产新型漂白剂、杀菌剂或是除草剂，也可用作游泳池的氯稳定剂来杀菌、去污；还可直接用于尼龙、赛克、燃剂及化妆品添加剂等。除此之外，尿素还可以作为饲料添加剂，在医药和化妆品领域也有应用。

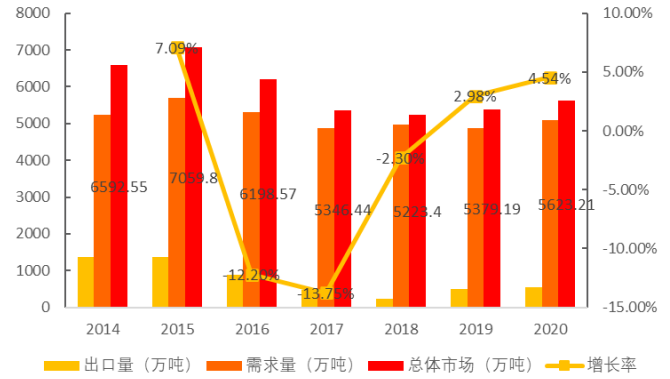
我国在改革开放后，国内尿素产量逐渐增加，随着市场供大于求，尿素行业中的落后产能不断被淘汰，在 2015-2018 年间随着落后产能的淘汰，尿素产量逐步下降，进入 2019 年后，尿素产量开始缓步上升。从需求端看，国内尿素总体需求量在 2018 年后有一定上升，国内出口尿素数量也触底反弹。自 2018 年后尿素总体需求缓慢上升，总体供需水平在 2020 年基本保持平衡。

图 12: 2014-2020 中国尿素总产量 (万吨)



资料来源: 中国氮肥工业协会, 天风证券研究所

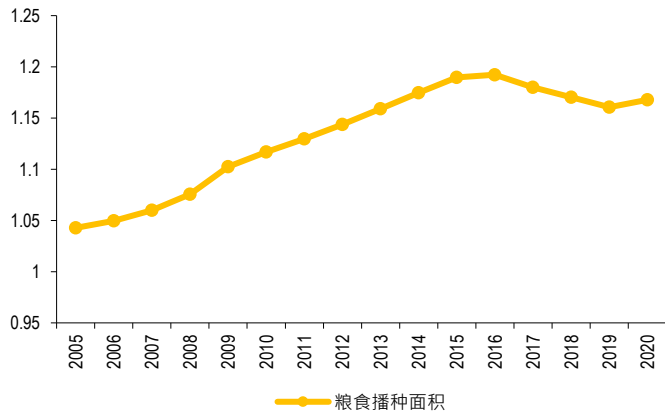
图 13: 2014-2020 中国尿素市场容量 (万吨)



资料来源: 中国海关, 产业信息网, 天风证券研究所

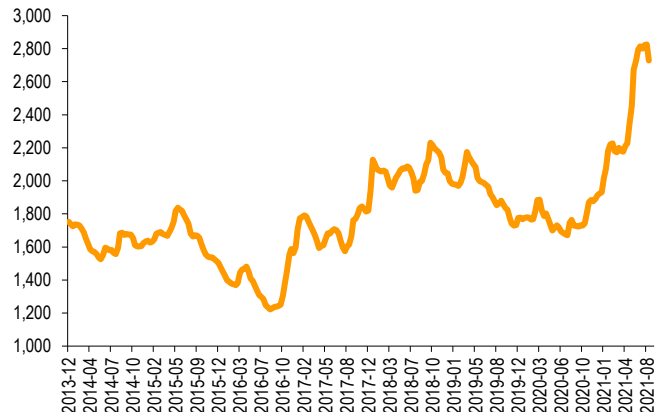
根据中国氮肥工业协会统计, 2021 年中国将新增尿素产能 280 万吨/年, 预计全年尿素产量比 2020 年增加 200 万吨左右; 根据英国商品研究所统计, 国外地区新增产能大约 614 万吨/年, 市场上尿素总体供给量会有所上升。在全球粮食价格上行, 各国扩种粮食的背景下, 国内玉米种植面积有所增加, 且尿素价格处在历史高位, 公司上半年尿素毛利率大幅增加。中国粮食播种面积自 2005 年起一直稳步上升, 于 2016 年达到最高的 1.19 亿公顷后开始下降, 到 2019 年到达最低点。2020 年受到全球粮食价格上涨的影响, 中国播种面积开始逐步回升, 2021 年夏粮播种面积为 0.26438 亿公顷, 较 2020 年夏粮播种面积同比增长 1%, 播种面积的扩大有利于化肥行业的发展。

图 14: 中国粮食播种面积 (亿公顷)



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

图 15: 中国尿素价格走势 (元/吨)

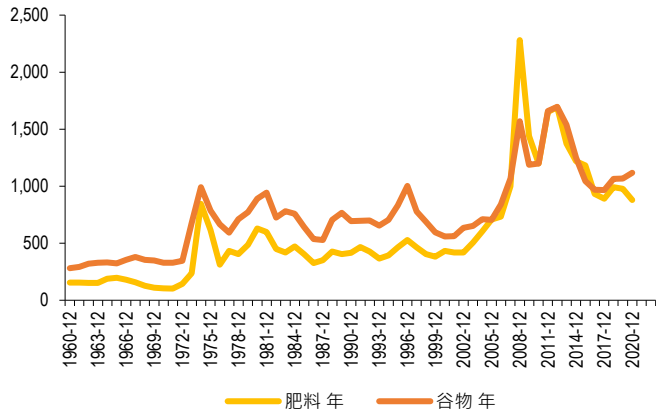


资料来源: wind, 天风证券研究所

复合肥下半年预计业绩向好

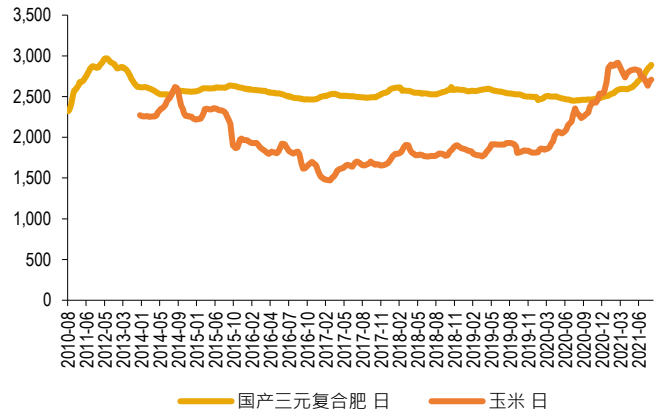
从历史数据上来看, 肥料的价格和谷物价格呈现高度正相关关系, 谷物价格的提升有利于拉动肥料的价格。根据联合国粮食及农业组织报告, 2021 年 5 月全球粮食价格指数升至 127.1 点, 为 2011 年 9 月以来的最高水平, 粮价的高涨有助于拉动复合肥销售价格的提升。同时中国 2021 年夏粮播种面积恢复性增长 265.5 千公顷, 同比增长 1.0%, 播种面积的提升有利于拉动复合肥销量的提升。

图 16: 谷物和肥料价格指数



资料来源: wind, 天风证券研究所

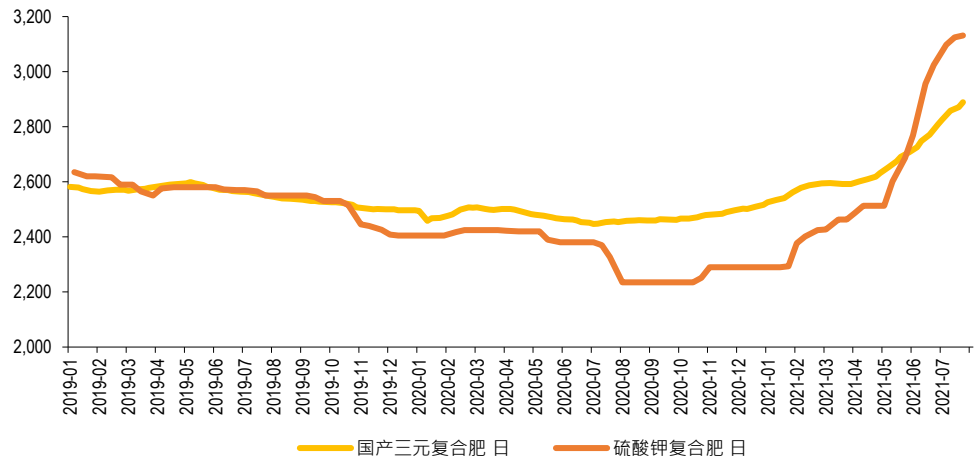
图 17: 国产三元复合肥和玉米价格走势 (元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

2020 年国内复合肥市场价格呈现“N”走势，年内最高点在 4 月份，低点在 10 月份；进入 2021 年，受原材料价格上涨等因素，1-7 月复合肥市场价格持续上涨，目前已经进入秋肥销售旺季，硫酸钾复合肥已经涨到 3131 元/吨，预计复合肥价格依旧会保持高位。

图 18: 2019-2021 复合肥价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

优秀的成本控制+差异化的产品战略，公司发展迅速

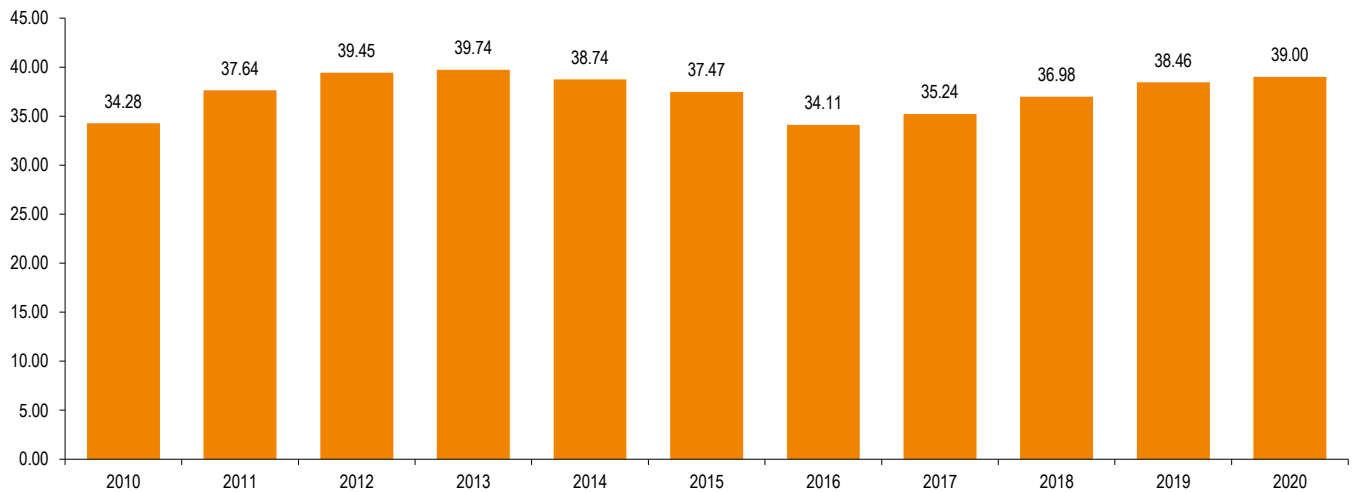
优秀的成本控制提升公司盈利表现

公司尿素成本处于全国领先

由于尿素是差异化较小的产品，成本竞争就显得尤为重要，公司通过布局原材料、提升技术等手段降低成本。

近十年来，原煤产量整体维持在 30-40 亿吨左右，随着去产能政策的落实，我国煤炭产量自 2014 年开始下降，并于 2016 年达到十年内最低值 34.11 亿吨，原煤产量从 2017 年开始恢复增长，2019 年产量恢复到 2014 年的水平。2020 年，中国煤产量共计 39.0 亿吨，比上年增长 1.4%。经过 5 年去产能的洗礼，2019 年国家开始大力推动煤炭开采企业的整合，煤炭流通市场也将趋向集中，这将逐步提高煤炭流通企业的市场进入壁垒，在行业形成了强强联合、强者恒强的竞争格局。另一方面，随着环保、安全生产、能耗控制等市场化措施的逐渐趋严，小规模煤炭流通企业的生存空间将不断缩减，大规模、跨区域的流通服务商将成为主流。

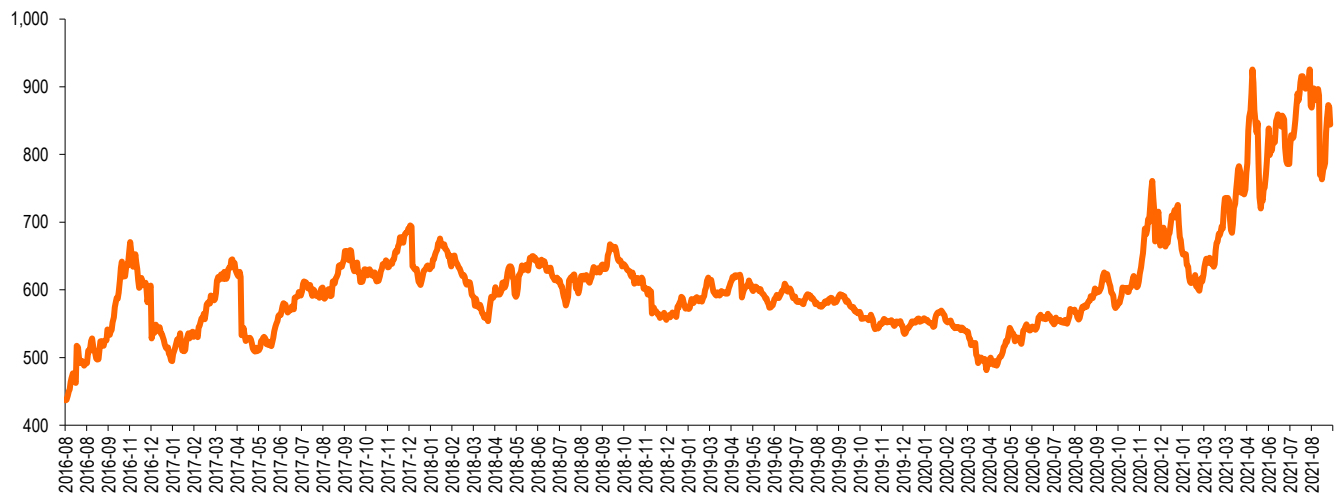
图 19：2010-2020 我国煤炭产量（亿吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

作为煤头尿素的龙头企业，心连心积极强化煤炭成本的管理。新疆煤炭资源丰富、品质优良，赋存条件好、开采成本低，是现代煤化工产业的优质原料，公司收购了新疆天利煤矿和天欣煤矿，目的是降低原料成本。

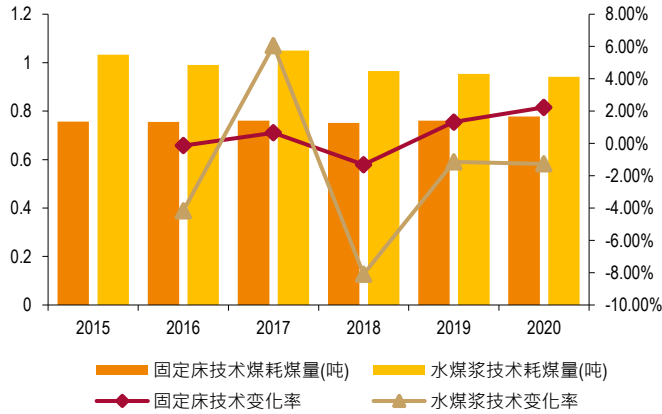
图 20：动力煤期货价格（元/吨）



资料来源：郑州商品交易所，天风证券研究所

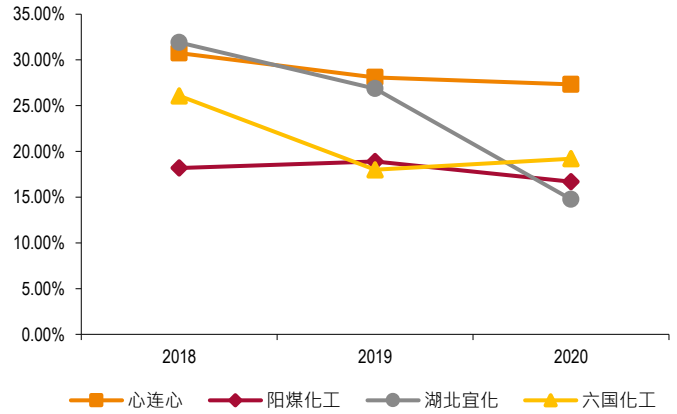
生产技术方面，公司一直致力于从技术突破上降低生产成本，中国尿素生产工业主要还是以传统无烟煤固定床技术为主，心连心采用了先进的水煤浆技术来降低生产成本。截至 2019 年，我国仅有 35% 的产能可以使用相似的先进粉煤技术，心连心由于率先采用了国内先进的水煤浆气化工艺，心连心尿素的生产成本比传统工艺低 13.5%，比行业平均水平低 31%，综合成本连续多年比同行业低 10 个百分点左右，这也是心连心尿素的毛利率处在同行较高水平的一个主要原因。

图 21：尿素生产技术耗煤量统计（每吨）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 22：上市公司尿素毛利率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

相较于煤头尿素传统的无烟煤固定床技术，先进的煤气化生产工艺在生产原料和耗电量上都有了大幅改善，传统技术使用无烟煤的转化率只有 90%，而新技术使用烟煤的转化率接近 100%，而且先进技术还可以使用比无烟煤便宜一半的烟煤作为生产原料；在耗电量上心连心使用的技术也只有传统技术的一半，先进技术生产尿素用电 341 度/吨，传统技术则是 781 度/吨（行业平均水平：900 度/吨）。自 2021 年起，公司的生产装置全部采用新型煤气化技术，这为心连心化肥节省了大量尿素的生产成本。

表 2：烟煤与无烟煤技术消耗能量对比

原料	烟煤	无烟煤
2020 年均价（元/吨）	575	881
耗电量（千瓦时/吨）	341	781
转化率	>99%	90%

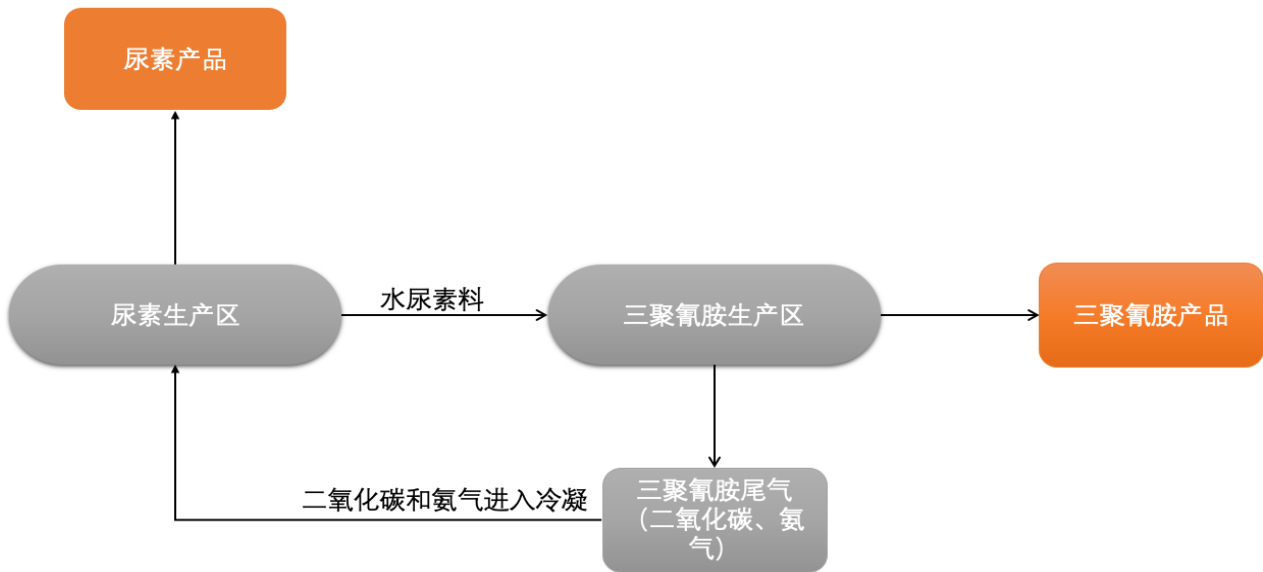
资料来源：格隆汇，天风证券研究所，20 年均价的数据来源：wind

为了早日实现《碳达峰和碳中和》，降低公司额外购电成本，公司于 2021 年 10 月底计划完成一期 9MWp 的光伏发电项目，实现年均发电量 998 万 kWh。并且于 2022 年完成第二期 25MWp 的光伏发电项目，实现年均发电量 2771 万 kWh，两期项目投入运营后可实现二氧化碳减排 2.92 万吨/年，节约 1.35 万吨煤炭/年，可以进一步节省公司的煤炭使用成本，从而降低总体生产成本。

先进技术支撑三聚氰胺高毛利

公司的三聚氰胺生产线从 2016 年下半年开始投产，此年产 6 万吨的三聚氰胺装置采用欧技四代高压法先进生产工艺，能有效降低成本，具备较强的竞争力，旨在提升公司三聚氰胺产品市场份额及整体盈利水平；三聚氰胺项目也是公司促进公司转化尿素产能，减轻尿素销售压力的新举措，2018 年公司新疆基地煤矿已建成投运，形成了煤炭—合成氨—尿素—三聚氰胺的完整产业链。

图 23: 三聚氰胺尿素联合生产示意简图



资料来源：专利之星，天风证券研究所

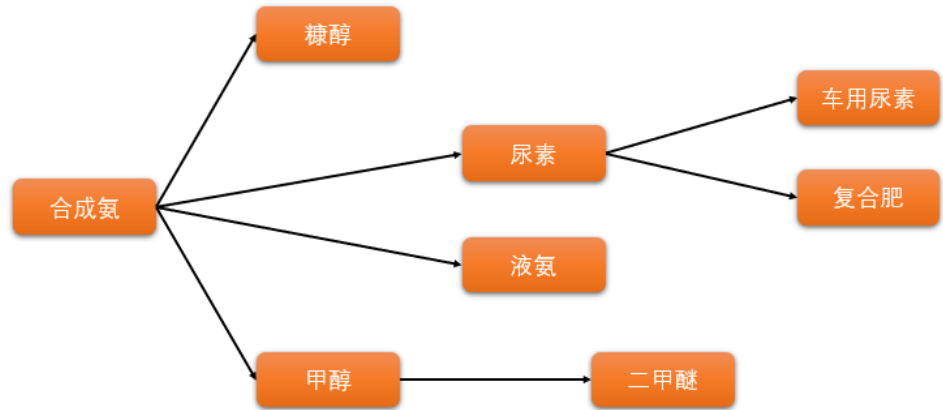
丰富的产品结构和差异化的定位

两大模式助力公司丰富产品结构

公司使用“基地化模式”进行市场布局，所谓“基地化模式”就是以合成氨生产基地为基础，在周边布局复合肥和BB肥（掺混）生产线，以较低的成本和丰富的产品线去满足市场的差异化需求，同时以生产基地为中心，建立国内基地化销售网络，以顺畅的销售支撑生产的连续运行。“基地化模式”以尿素基地带动复合肥基地、复合肥基地带动配肥中心、配肥中心带动服务中心，并通过大数据中心和客服中心，建立系统化农化服务体系，满足了客户多元化需求。

“一头多尾”的生产模式有助于心连心根据市场需求调整产品结构，以此来提高公司综合盈利水平。过去心连心上游没有掌握煤炭资源，下游无法掌握市场，只能被动的接受市场价格，盈利水平随着市场波动。为了解决这一问题，心连心在新疆收购了煤矿并且于2018年成功建成了年产90万吨的煤矿，每吨煤可以节约100元的成本，同时在此基础上发展腐植酸、控失等高效尿素。2015年—2018年，心连心公司在新疆基地新增了2条年产12万吨三聚氰胺生产线；在新乡基地新增年产40万吨二甲醚和甲醇产品生产线，使产品调节能力增强，生产空间显著增大。而且新乡基地1条年产能80万吨的生产线具备同时生产车用尿素的条件，可以在普通尿素价格偏低时转而生产附加值较高的车用尿素。公司通过一系列的部署使产品不断丰富，形成了“一头多尾”的生产格局：既可以根据市场变化即时调整产品结构及配方，又可以根据市场需求和价格水平调节产品结构，这样既保障了生产的连续性，又保持了较高的盈利水平。

图 24：公司河南基地延伸产业链



资料来源：格隆汇，天风证券研究所

差异化定位提高产品附加值

心连心拥有首个国家级氮肥研发中心，并且是中国第一家掌握控失尿素生产专利技术的企业。公司在技术上处于行业领先水平，有能力开发高效肥料去丰富公司的产品线、提高产品附加值。心连心在十几年前就不断的进行产品创新，根据农民和作物的需求，在市场和产品没有先例的情况下大胆探索，研发推广了聚能网、控失肥、腐植酸三大系列高效尿素，引领了行业产品创新。在 2012 年心连心就开始布局“差异化”发展战略，同时在行业内提出了“中国高效肥”的品牌定位，并且不断为之努力。公司加大新产品的研发力度，与中科院、农科院等科研院所战略合作，共同研发推广了水触膜控失肥、黑力旺腐植酸、珍维多高塔硝硫基、水溶肥等系列高效产品，以差异化产品赢得市场，通过多元化的产品升级，有力地支撑了公司的差异化战略。

目前公司尿素系列产品主要分为：水触膜尿素、控失尿素、聚能网尿素、黑力旺腐植酸尿素、普通大、中、小颗粒尿素。复合肥有近百种配方以满足不同客户对产品的需求，在高效肥产品上已经涵盖了腐植酸、控失复合肥及高聚能复合肥三大系列，多元化的产品能够满足更多客户的需求，同时高效肥还具有价格高、毛利率高的特点，可以提升公司盈利水平。例如在 2018 年腐植酸尿素的售价较普通尿素能够高出 189 元/吨，控失尿素价格较普通尿素高出 185 元/吨。

表 3：公司主要产品线系列

产品名称	产品特点	
尿素	水触膜尿素	在作物根部形成一个连环调节的水肥耦合体，水分不易挥发损失，提高土壤的保水保肥能力，促进养分吸收，提高肥料利用率，提升叶绿素含量，增加千粒重，从而提高产量。
	控失尿素	控失因子能有效减少氮肥流失和挥发，可提高氮素利用率，肥效贯穿作物整个生育期，未释放完全的养分具有后效，控失大颗粒尿素施足底肥时，可以减少施肥次数，能够实现夏季作物（玉米）一季只用一次肥，是真正节本增效的高科技产品。
	聚能网尿素	施入肥料与聚能网中的高分子物质发生作用，迅速将施肥点周围土壤中的养分活化并富集，有利于作物根系吸收，从而提高肥料利用率，聚能网能提高籽粒发芽率，出苗整齐；促进早生根，根条数多，根毛多，根系活力强；植株生长健壮、抗倒伏、抗病虫害。
	黑力旺腐植酸尿素	适用于各种土壤和作物，腐植酸对缺乏有机质的土壤有明显改善作用。
复合肥	腐植酸系列	添加矿源黄腐酸和硫、镁、钙、锌、硼、钼、铁等多种中微量元素，明显提高水果和蔬菜的蛋白质、可溶性糖分、维生素、胡萝卜素含量。
	控失系列	产品遇水后，自动生成一层养分保护膜，保证作物所需养分从内部顺利释放，同时防止外部水份的进入，延长水肥扩散路径，减缓养分释放速度，随着作物对养分的吸收，外层保护膜逐步溶解，内层高分子触水进一步生成新的保护膜，一层又一层，形成一个连环养分控制微循环调节系统，有效地控制了养分的流失。
	硝基肥系列	溶解性好，硝态氮上效快，铵态氮肥长效，添加多种中微量元素，促进养分协同吸收，增产增收。
	专用肥系列	根据不同作物的生长需求特性研发的作物专用复合肥。
	水溶肥系列	全水溶，溶解快，无残渣；适用于滴灌、喷灌、冲施、淋施和叶面施肥，还可用于无土栽培等；施用方便、节肥省工、降低施肥成本。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 4：2018 年心连心尿素系列产品售价

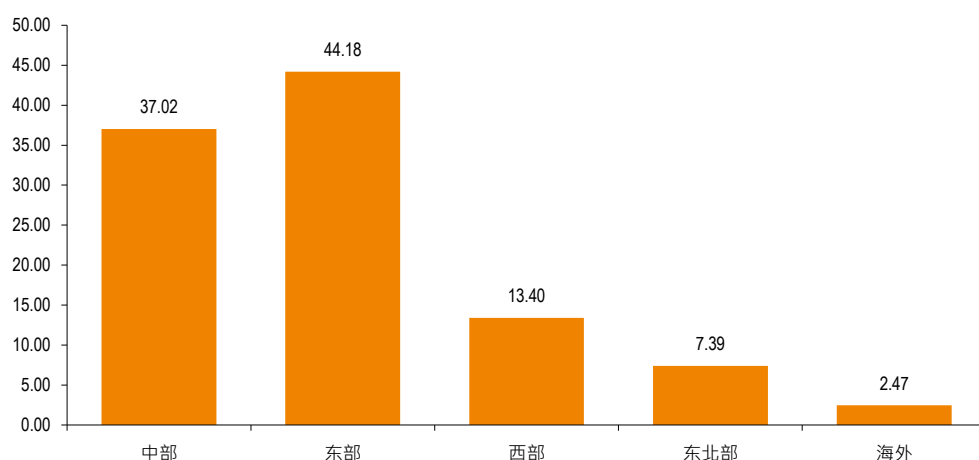
产品名称	含税价格 (元/吨)	较普通尿素高出 (元/吨)
车用尿素	2158	259
控失尿素	2084	185
腐植酸尿素	2088	189
聚能网尿素	1960	61
普通尿素	1899	

资料来源：格隆汇，天风证券研究所

战略性的地理布局，江西基地投产，销售覆盖全国

基于心连心基地化的市场布局，公司基地的地理位置决定了公司市场推广的有效程度，根据 2020 年年报，心连心拥有河南新乡、新疆玛纳斯、江西九江等生产基地，各产品年产能分别为尿素 260 万吨、复合肥 265 万吨、三聚氰胺 12 万吨、甲醇 60 万吨、二甲醚 40 万吨等。

图 25：2020 年心连心分地区收入（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

从 2020 年年报数据来看，公司主要销售地区在中国的中部和东部地区（包含南部），基本与公司基地的分布地区吻合。相较于北方相对单一的大田作物，南方经济作物种类多，复种指数高，市场需求大且区域集中，是所有企业争相布局的市场，所以心连心投建了九江生产基地。九江基地作为尿素、复合肥品种比较齐全的生产基地，为心连心在南方的布局提供产品、品牌和服务支持，同时也带动了销量的提升。

随着公司于江西省九江市的第三生产基地在 2021 年 2 月成功投产，九江公司生产系统在三月已经全负荷运行，尿素单日产能可以达到 2500 余吨，截至 3 月 21 日，差异化尿素销量完成率 109%，新产能得到迅速释放，且九江市地处长江沿岸，地理位置优越，借助水运可以有效降低运输成本从而扩大心连心的成本优势。随着九江基地投产运作后销量不断地提升，公司有望进一步巩固地理区域覆盖，在中国形成中部，西北部，东南部三大战略生产基地的战略布局。

盈利预测

我们预计：

1. 随着公司九江产能的投放，公司复合肥、尿素、二甲醚的产能和销量有望持续提升。
2. 农产品价格景气带动未来 1-2 年复合肥和尿素价格保持较高水平。三聚氰胺等产品价格因周期波动或小幅下降。
3. 随着公司上游产能持续投产，成本控制能力进一步提升，复合肥和尿素的毛利率有望维持较高水平。

表 5：公司业务拆分

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
收入（万元）	892,826.00	1,044,472.00	1,438,326.056	1,541,800.51	1,583,790.23	1,634,019.05
YOY	-3%	17%	38%	7%	3%	3%
毛利（万元）	194,104.00	221,456.00	371,348.18	385,874.29	380,067.21	384,657.48
毛利率（%）	21.74	21.20	25.82	25.03	24.00	23.54
复合肥						
收入	285,163.00	315,758.00	389,500.00	472,074.00	493,317.33	515,516.61
YOY	1.58%	10.73%	23.35%	21.20%	4.50%	4.50%
毛利	44,927.00	54,152.00	62,320.00	80,252.58	88,797.12	92,792.99
毛利率(%)	15.75	17.15	16.00	17.00	18.00	18.00
尿素						
收入	331,262.00	308,002.00	417,958.71	450,559.49	470,834.67	492,022.23
YOY	-6.66%	-7.02%	35.70%	7.80%	4.50%	4.50%
毛利	93,089.00	84,176.00	146,285.55	157,695.82	150,667.09	147,606.67
毛利率(%)	28.10	27.33	35.00	35.00	32.00	30.00
车用尿素溶液						
收入	17,100.00	57,379.00	44,870.38	46,746.60	56,095.92	73,625.90
YOY		235.55%	-21.80%	4.18%	20.00%	31.25%
毛利		18,825.00	14,807.22	14,958.91	17,950.70	23,560.29
毛利率(%)	25.80	32.81	33.00	32.00	32.00	32.00
二甲醚						
收入	91,800.00	74,800.00	134,640.00	147,094.20	153,713.44	153,329.16
YOY	-19.61%	-18.52%	80.00%	9.25%	4.50%	-0.25%
毛利	4,681.80	4,338.40	29,620.80	29,418.84	30,742.69	30,665.83
毛利率(%)	5.10	5.80	22.00	20.00	20.00	20.00
中间体						
收入		23,151.00	24,308.55	25,523.98	26,800.18	28,140.19
YOY			5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利		3,929.00	4,132.45	4,594.32	5,092.03	5,346.64
毛利率(%)		16.97	17.00	18.00	19.00	19.00
三聚氰胺						
收入	65,750.00	62,135.00	91,897.67	89,048.84	86,288.32	83,613.39
YOY	17.29%	-5.50%	47.90%	-3.10%	-3.10%	-3.10%
毛利	23,382.00	20,132.00	53,300.65	48,976.86	47,458.58	45,987.36
毛利率(%)	35.56	32.40	58.00	55.00	55.00	55.00
糠醇						
收入	40,747.00	52,419.00	56,140.75	83,604.80	76,749.21	74,369.98
YOY	-21.99%	28.65%	7.10%	48.92%	-8.20%	-3.10%
毛利	6,235.00	7,274.00	7,859.70	11,704.67	10,744.89	10,411.80
毛利率(%)	15.30	13.88	14.00	14.00	14.00	14.00
甲醇						
收入	7,400.00	51,400.00	239,010.00	185,148.59	175,891.16	167,096.60
YOY	-79.27%	594.59%	365.00%	-22.54%	-5.00%	-5.00%
毛利	4,705.00	5,646.00	43,021.80	27,772.29	17,589.12	16,709.66
毛利率(%)	-0.10	2.50	18.00	15.00	10.00	10.00
其他产品						
收入	53,604.00	99,428.00	40,000.00	42,000.00	44,100.00	46,305.00
YOY	108.93%	85.49%	-59.77%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利	17,084.20	22,983.60	10,000.00	10,500.00	11,025.00	11,576.25
毛利率(%)	31.87	23.12	25.00	25.00	25.00	25.00

资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

我们预计公司 2021、2022、2023 年营业收入为 144 亿、154 亿、158 亿元，同比增长 38%、7%、3%；归母净利润 12.04 亿、12.46 亿、11.77 亿，同比增长 246%、3.45%、-5.49%。

行业可比公司 2022 年平均 PE 为 15 倍，最高值为 27 倍，最低值为 7 倍。考虑到公司历史估值区间和港股 A 股流动性区别，我们给予公司 2022 年 8 倍 PE，对应目标市值 100 亿元人民币（120.42 亿港元），对应目标价 10 港元。

表 6：可比公司 PE 比较

证券代码	证券简称	市盈率 PE (最新年报)	预测 PE (2021)	预测 PE (2022)
002170.SZ	芭田股份	64.6370	37.5250	26.9986
000553.SZ	安道麦 A	62.8103	34.9375	25.2724
200553.SZ	安道麦 B	24.5358	34.9375	25.2724
300261.SZ	雅本化学	35.2982	25.5965	21.7793
600486.SH	扬农化工	31.5123	25.6790	21.0371
600691.SH	阳煤化工	85.3184	26.3218	20.4505
301035.SZ	润丰股份	33.2892	24.7815	18.9694
600389.SH	江山股份	45.9597	22.2132	18.8069
000902.SZ	新洋丰	29.7315	23.0021	18.6190
000893.SZ	亚钾国际	229.2949	24.0192	18.6109
002539.SZ	云图控股	33.1260	21.2365	17.3199
600096.SH	云天化	166.8297	17.8159	16.9713
600596.SH	新安股份	59.3936	17.2576	16.1479
002588.SZ	史丹利	27.8686	19.2714	15.9054
002258.SZ	利尔化学	26.4154	16.2934	14.5857
603599.SH	广信股份	28.2388	15.1777	13.5233
002556.SZ	辉隆股份	42.0514	16.6223	12.4254
002749.SZ	国光股份	23.8819	14.5006	12.2286
300575.SZ	中旗股份	23.2142	16.1693	11.9325
002391.SZ	长青股份	23.6125	15.3143	11.4639
600426.SH	华鲁恒升	41.2378	11.8244	11.2783
000422.SZ	湖北宜化	158.7232	12.7634	11.2547
603086.SH	先达股份	10.7896	14.7307	9.1365
000830.SZ	鲁西化工	48.5527	9.2023	8.6790
600731.SH	湖南海利	12.4427	10.3673	8.6479
603639.SH	海利尔	14.2554	10.9830	8.6203
002274.SZ	华昌化工	73.7880	8.8543	8.4171
002734.SZ	利民股份	10.5957	9.2261	7.1915
	平均值	52.41	19.17	15.41
	最大值	229.29	37.53	27.00
	最小值	10.60	8.85	7.19

资料来源：wind 一致预期（化肥与农用化工板块公司 PE），天风证券研究所

风险提示

- 1、农产品价格波动风险。农产品价格下降可能会降低市场对于复合肥、尿素等公司核心产品的需求，导致公司业绩增长不及预期。
- 2、原材料价格波动风险。原材料（主要是煤）的价格波动存在一定周期性，或影响公司业绩。
- 3、外汇风险。公司收入及成本主要以人民币计值。部分成本可能以港元、美元或新加坡元计值。
- 4、跨市场估值存在差异。公司为港股公司，可比公司主要为 A 股可比公司，提请注意跨市场估值处在差异的风险。

Disclaimer

Analyst Statement

Each research analyst identified in this publication certifies that all of the views expressed in this publication by such analyst accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers. In addition, each research analyst identified in this publication certifies that no part of the analyst's compensation was, is or will be, directly or indirectly related to the specific investment recommendations or views expressed in this publication, nor is it tied to any specific investment banking transactions performed by Tianfeng Securities Co., Ltd or any other affiliates and subsidiaries globally.

General Disclosures

The term "TF Group" used in this publication refers to Tianfeng Securities Co., Ltd. and its affiliates and subsidiaries globally, including TFI Asset Management Limited (CE No.: ASF056). This publication and all materials contained in it has been prepared by the TF Group and, if applicable, with the contributions of one or more TF Group entities whose employees are specified on page 1 or identified elsewhere in the publication.

The contents contained in this publication is confidential and only for the use of clients of TF Group. TF Group will not deem a recipient as its client by reason only of their receiving this publication. Information herein has been obtained from sources believed to be reliable, but TF Group does not warrant its accuracy or completeness. The information and opinions contained herein are provided for TF Group clients' reference only and should not be construed as an offer to buy or sell or the solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned. The information and opinions contained herein do not take into account the particular investment objectives, financial situation, or needs of any recipient. Under no circumstances shall the information contained herein or the opinions expressed herein constitute a personal recommendation to anyone. TF Group clients are advised to make their own independent evaluation of the information contained in this publication, consider their own individual investment objectives, financial situation and particular needs and consult their own professional and financial advisers as to the legal, business, financial, tax and other aspects if necessary. TF Group shall not be liable in any manner whatsoever for any consequences of any reliance thereon or usage thereof. To the extent this material is provided to any recipient, this material is provided solely on the basis that the recipient has the capability to independently evaluate investment risk and is exercising independent judgment in evaluating investment decisions in that its investment decisions will be based on its own independent assessment of the opportunities and risks presented by a potential investment, market factors and other investment considerations.

Opinions, speculations and predictions contained in this publication reflect opinions held, and speculations and predictions made, at the time of publication. Such opinions, speculations and predictions are subject to change and may be amended without any notification. Unless stated otherwise, any performance data quoted represents past performance. Past performance shall not be considered as a reliable indication of future performance. At different periods, TF Group may release publications which are inconsistent with the opinions, speculations and predictions contained herein. No representation or warranty is made that any returns indicated will be achieved. Certain assumptions may have been made in the analysis which has resulted in any returns detailed herein. Changes to the assumptions may have a material impact on any returns detailed.

TF Group's salespeople, traders, and other professionals may provide oral or written market commentary and/or trading ideas that may be inconsistent with, and reach different conclusions from, the recommendations and opinions presented in this publication. Such ideas or recommendations reflect the different assumptions, views and analytical methods of the persons who prepared them, and TF Group is under no obligation to ensure that such other trading ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this publication. TF Group's asset management area, proprietary trading desks and other investing businesses may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or opinions expressed in this publication.

Special Disclosures

TF Group has procedures in place to identify and manage any potential conflicts of interest that arise in connection with its research business. TF Group's analysts and other employees who are involved in the preparation and dissemination of research publications operate and have a management reporting line independent of TF Group's Investment Banking business. Information barrier procedures are in place between the Investment Banking, proprietary trading, and research businesses to ensure that any confidential and/or price sensitive information is handled in an appropriate manner.

The analysts and/or Research Support named in the publications, as well as TF Group's salespeople, traders, and other professionals, may have, from time to time, discussed with our clients, including TF Group's salespeople, traders, and other professionals, or may discuss in the publications, trading strategies that reference catalysts or events that may have a near-term impact on the market price of the equity securities discussed in the publications, which impact may be directionally counter to the analysts' published price target expectations for such stocks. Any such trading strategies are distinct from and do not affect the analysts' fundamental equity rating for such stocks as described herein.

To the extent permitted by applicable laws, TF Group may have positions in, and may effect transactions in securities of companies mentioned herein and may also perform or seek to perform investment banking, financial consulting, financial products and various financial services for those companies. Therefore, TF Group's clients should be aware that TF Group and/or its associated person(s) may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this publication and the opinions expressed herein. TF Group's clients are advised not to rely on the opinions contained in this publication when making any decision, including without limitation any investment decision.

Hong Kong: This publication is distributed in Hong Kong by TFI Asset Management Limited, which is regulated by the Securities and Futures Commission of Hong Kong ("SFC") and is licensed for the conduct of Regulated Activity Type 4 (Advising on Securities), Type 5 (Advising on Futures Contracts), and Type 9 (Asset Management) of Part V of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) ("SFO"). Queries concerning this publication from readers in Hong Kong should be directed to our Hong Kong sales representatives.

Singapore: This publication is distributed in Singapore by TFI Asset Management Limited. It is only intended for, and may be distributed only to, institutional investors in Singapore (as defined in the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore). Recipients of this publication should not further distribute this publication to any person that is not an institutional investor.

United States of America: This publication is distributed in the United States by TFI Asset Management Limited pursuant to Rule 15a-6 under the United States Securities Exchange Act of 1934. Distribution is restricted to "Major U.S. Institutional Investors" only (as defined in Rule 15a-6. TFI Asset Management Limited is not a U.S. registered broker-dealer.

The analyst(s) listed on the first page of this publication is (are) not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) and are not subject to U.S. FINRA Rule 2711 restrictions on communications with companies that are the subject of this research report; public appearances; and trading securities by a research analyst.

Other Jurisdictions: The distribution of research publications in other jurisdictions may be restricted by law and such reports will be made available in other jurisdictions pursuant to the applicable laws and regulations in those particular jurisdictions. The research publications are not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity that is a citizen or resident of or located in any locality, state, country or other jurisdictions where such distribution, publication, availability or use would be contrary to law or regulation.

Ratings Definitions

Investment Ratings

Category	Description	Ratings	System
Stock investment ratings	within 6 months from the report issuance date, increase or decrease relative to the Index of the jurisdiction of the Stock in the same period	Buy	Expected relative return over stock price above 20%
		Accumulate	Expected relative return over stock price between 10% and 20%
		Neutral	Expected relative return over stock price between -10% and 10%
		Sell	Expected relative return over stock price below -10%
Industry investment ratings	within 6 months from the report issuance date, increase or decrease relative to the Index of the jurisdiction of the Industry in the same period	Outperform	Expected increase of industry index over 5%
		Neutral	Expected increase of industry index between -5% and 5%
		Underperform	Expected increase of industry index below -5%

Jurisdictions	Index Used for Ratings Definitions
China Mainland	CSI 300 Index
China-Hong Kong	Hang Seng Index
China-Marco	Hang Seng Index
USA	Standard & Poor's 500 Index

If not specifically stated otherwise the "yuan" mentioned in our report refers to RMB.

Copyright of the publications belong to TF Group. Any form of unauthorized distribution, reproduction, publication, release or quotation is prohibited without TF Group's written permission.

Contact

Hong Kong

TFI Asset Management Limited
11F, Nexus Building, 41 Connaught Road Central, Hong Kong
Email: research_tfi@tfisec.com
Tel: 852 3899 7399