

股份评论-中国心连心化肥(01866) 2022年05月12日

环球两大不稳定因素推升需求

行业：化肥农药

评级：买入

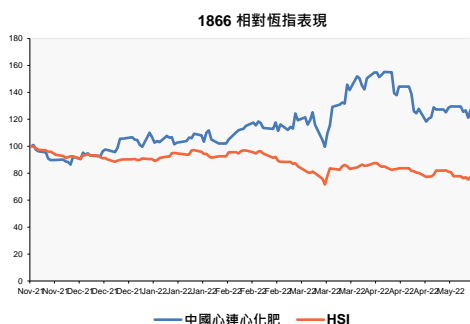
01866.HK, 1866HK

收市价：HKD6.48

目标价：HKD8.62

潜在升幅：33.0%

股價表現 (HKD)			
價格	6.48	1個月相對表現	-12.3%
52週最高	8.62	6個月相對表現	26.5%
52週最低	3.27	52周相對表現	91.6%
52週Beta	0.85	年至今相對表現	27.0%



数据源：彭博 12/05/2022

公司简介：

集团主要从事尿素、复合肥、甲醇、二甲醚等化工肥料产品的研发、生产与销售。

基础分析：

- **环球两大不稳定因素影响市场供需**：俄乌冲突将近三个月尚未平息，战火带来的负面效应蔓延至全球农业。被称为「欧洲粮仓」乌克兰，生产了全球 49.6% 的葵花籽油、10% 的小麦、12.6% 的大麦和 15.3% 的玉米，生产及出口受到重创，再加上疫情对供应链的持续影响，全球粮价上涨，全球粮食价格指数 (FFPI) 年初至今涨幅约为 18.5%，同比涨幅近 30%。各国对粮食安全和农业发展提高重视，作为农产品刚需的化肥需求量增加。另外，俄罗斯、白俄罗斯和乌克兰皆是国际市场重要的化肥出口国，西方大规模的制裁和战事冲突影响化肥出口，供需不平衡持续推升国际市场的化肥价格。
- **疫情冲击下集团业绩逆势高速增长**：2021 年集团实现总收入同比增长 61% 至人民币 168.2 亿，股东应占溢利同比增长 2.7 倍至人民币 12.9 亿元。整体毛利率同比上升 5 个百分点至约 26%，主要由于尿素、甲醇、三聚氰胺等产品售价上升所致。另外，集团公布 2022 年首季度盈喜预告，预计首三个月净利润同比增长不低于 70%。除市场驱动因素外，高速增长亦得益于集团正持续提升产能，九江复合肥项目、河南新乡二三厂改造以及各种产业链延伸项目分别于去年第一、第四季陆续投运，技术和规模优势得到进一步发挥，盈利能力将进一步提升。

另外，集团为中国内地业内率先提出「中国高效肥倡导者」品牌的企业。与中国科学院等科研单位共同研发推广了控失系列、腐植酸系列、中微量元素系列等产品，以实现差异化布局。并积极调整产品结构，针对价格强劲反弹的产品，如尿素等，配置更多的产能，以应对其日益增长的需求并提升利润。

买卖策略：

集团股价近期跟随大市回调，但仍守住中长期上升轨道，并且行业供需不平衡趋势短期不易扭转，企业基本面较为稳健，有望于市况缓和后重拾升势。投资者可考虑于现价分段逢低吸纳，上望 4 月高位 \$8.62，止蚀价参考 3 月低位约 \$5.08。

风险提示：俄乌局势尘埃落定、中国内地相关行业政策出现变化、环球疫情全面受控等。

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司



业绩 (截至 2021 年 12 月 31 日止全年) :

因疫情影响，集团截至 2021 年 12 月 31 日止全年总收入为人民币 168.2 亿元，同比增长 61% :

財務數字 貨幣: Default 週期: Calendar Yearly (CY) 年份選取: 3

損益表摘要	2CY	1CY	T12M	CY1 2021	CY1 2020	CY1 2019
收入	26,792	24,587	16,815	16,815	10,445	8,928
經營溢利	3,894	3,325	2,750	2,750	989	874
稅前淨利	2,846	2,450	2,176	2,176	631	526
非常項目前收入	2,019	1,750	1,769	1,769	524	414
淨利潤	-	-	1,294	1,294	348	316
非常項目前每股收益	1.64	1.42	1.13	1.13	0.36	0.26
每股收益	-	-	1.10	1.10	0.30	0.27
非常項目前稀釋每股收益	-	-	1.13	1.13	0.36	0.26
稀釋每股收益	-	-	1.10	1.10	0.30	0.27
每股股利	-	-	0.19	0.19	0.10	0.08
EBITDA	4,707	4,186	3,827	3,827	1,775	1,618
股本回報率	18.86	19.90	-	25.32	7.93	7.76

(人民币百萬元計；數據源：彭博 12/05/2022)

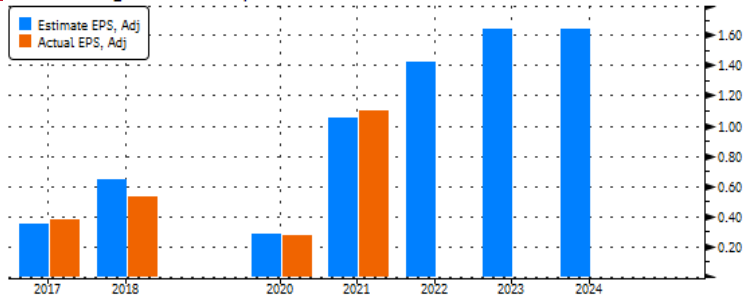
估值比率	Fiscal Year						
	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22E	12/23E	12/24E
市盈率	9.2x	-	21.0x	5.6x	4.1x	3.6x	3.6x
EV/EBIT	8.4x	12.2x	13.7x	6.7x	6.2x	5.3x	5.3x
EV/EBITDA	5.3x	6.6x	7.6x	4.8x	4.9x	4.3x	4.3x
P/S	0.3x	0.3x	0.2x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x
P/B	0.7x	0.6x	0.5x	0.9x	0.6x	0.5x	0.5x
股利率	4.4%	3.7%	4.8%	4.4%	-	-	-

槓桿和覆蓋率	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22E	12/23E	12/24E
毛利率	24.4	21.7	21.2	26.1	26.9	27.8	27.8
EBITDA 獲利率	19.2	18.1	17.0	22.8	17.0	17.6	17.6
營業利率	12.1	9.8	9.5	16.4	13.5	14.5	14.5
獲利率	6.8	3.5	3.3	7.7	7.1	7.5	7.5
資產報酬率	4.9	2.1	1.9	5.6	-	-	-
股本回報率	17.1	7.8	7.9	25.3	19.9	18.9	18.9

槓桿和覆蓋率	12/18	12/19	12/20	12/21
流動比率	0.6	0.6	0.5	0.5
速動比率	0.1	0.2	0.2	0.2
EBIT/利息	3.4	2.3	2.5	4.7
總債務/資本	0.6	0.6	0.6	0.6
總債務/權益	1.2	1.3	1.5	1.5
有效稅率	15.7	21.2	16.9	18.7

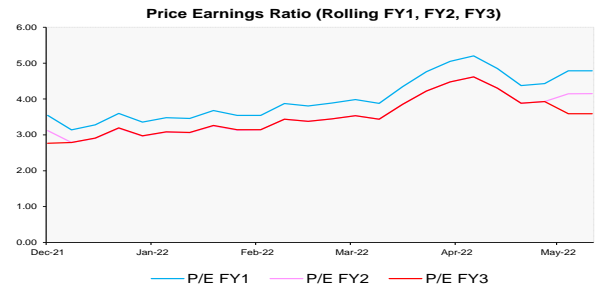
數據源：彭博 12/05/2022

預測盈利：



數據源：彭博 12/05/2022

預測市盈率



數據源：彭博 12/05/2022

同業市盈率比較：

定價				表現		評價比率		Price Earnings						
				市值(百萬)	市值(百萬)	1月報酬	6月報酬	日曆化						
				(當地)	(HKD)	(HKD)	(HKD)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
代碼	公司名稱	次產業	貨幣 (當地)	最小	1,304	-7.9%	6.1%	8.1x	12.4x	11.8x	7.3x	5.2x	6.1x	5.2x
				最大	12,585	14.7%	14.7%	16.6x	17.6x	14.7x	8.9x	6.6x	6.9x	6.4x
				平均	7,627	-4.8%	10.1%	12.3x	15.0x	13.2x	8.1x	5.9x	6.5x	5.8x
1866	中國心連心化肥	Fertilizers & Agricultural Che	HKD	8,327	8,327	-12.2%	26.7%	11.0x	21.0x	5.3x	4.1x	3.6x	3.6x	3.6x
297	中化化肥	Fertilizers & Agricultural Che	HKD	8,991	8,991	-7.9%	9.4%	16.6x	12.4x	11.8x	8.9x	6.6x	6.1x	5.2x
3983	中海石油化學	Fertilizers & Agricultural Che	HKD	12,585	12,585	-6.5%	14.7%	8.1x	17.6x	14.7x	7.3x	5.2x	6.9x	6.4x
1702	東光化工	Fertilizers & Agricultural Che	HKD	1,304	1,304	0.0%	6.1%							

數據源：彭博 12/05/2022

同業股本回報率比較：

定價				表現		評價比率		Return on Equity %						
				市值(百萬)	市值(百萬)	1月報酬	6月報酬	日曆化						
				(當地)	(HKD)	(HKD)	(HKD)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
代碼	公司名稱	次產業	貨幣 (當地)	最小	1,304	-7.9%	6.1%	6.5%	4.9%	5.1%	9.8%	9.0%	8.9%	9.0%
				最大	12,585	14.7%	14.7%	10.4%	15.1%	10.6%	19.7%	12.4%	12.1%	12.3%
				平均	7,627	-4.8%	10.1%	9.0%	9.4%	8.0%	13.3%	10.7%	10.5%	10.7%
1866	中國心連心化肥	Fertilizers & Agricultural Che	HKD	8,327	8,327	-12.2%	26.7%	17.1%	7.8%	7.9%	25.3%	19.9%	18.9%	18.9%
297	中化化肥	Fertilizers & Agricultural Che	HKD	8,991	8,991	-7.9%	9.4%	6.5%	8.2%	8.2%	10.3%	12.4%	12.1%	12.3%
3983	中海石油化學	Fertilizers & Agricultural Che	HKD	12,585	12,585	-6.5%	14.7%	10.1%	4.9%	5.1%	9.8%	9.0%	8.9%	9.0%
1702	東光化工	Fertilizers & Agricultural Che	HKD	1,304	1,304	0.0%	6.1%	10.4%	15.1%	10.6%	19.7%			

數據源：彭博 12/05/2022

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司



財務數字摘要：

HKD(百萬)	Fiscal Year	預測數字					預測數字				
		12/20	12/21	12/22E	12/23E	12/24E	12/20	12/21	12/22E	12/23E	12/24E
損益表						資產負債表					
收入	11,753	20,267	28,428	30,978	31,816	流動資產總額	4,964	7,080			
- 銷售成本	9,261	14,977				+ 現金及約當現金項目	810	1,096			
毛利	2,492	5,290	7,659	8,624	8,858	+ 短期投資	19	16			
- 銷售、一般及行政開支 (研究及開發成本)	1,564	2,153				+ 應收帳款及買據	883	1,232			
	0	0				+ 存貨	1,179	1,972			
						+ 其他流動資產	2,073	2,764			
經營溢利	1,112	3,314	3,844	4,502	4,624	長期資產總額	19,928	24,211			
- 利息費用	452	703				+ 長期投資	120	126			
- 匯兌損益	-29	-1				固定資產總額	24,318	30,214			
- 淨營業外損失(收益)	-21	-9				累計折舊	5,044	6,570			
稅前淨利	710	2,622	2,909	3,380	4,177	+ 固定資產淨額	19,274	23,644			
- 所得稅費用	120	490				+ 其他長期資產	534	442			
非常項目前收入	590	2,133				流動負債總額	10,165	13,968			
- 非常項目稅後虧損	0	0				+ 應付帳款	605	950			
- 少數股東權益	199	573				+ 短期借款	4,969	8,100			
非常項目稀釋每股收益	0.33	1.33				+ 其他短期負債	4,592	4,918			
調整後淨利潤*	368	1,559	2,023	2,334	2,398	總長期負債	7,096	7,556			
調整後每股收益	0.31	1.33	1.64	1.90	1.95	+ 長期借款	6,803	6,482			
每股股利	0.11	0.23				+ 其他長期借款	292	1,074			
股利支付比%	33.7	17.2				總負債	17,261	21,524			
總派發股數	1,172	1,172				+ 長優先股	0	0			
稀釋後在外派發股數	1,172	1,172				+ 少數股權	2,250	2,782			
息稅折舊攤銷前盈餘(EBITDA)	1,998	4,613	4,840	5,442	5,590	+ 股本及資本公積	1,419	1,466			
						+ 保留盈餘及其他權益	3,963	5,519			
*淨收入不包括非經常性損益和 一次性收費。						股東權益合計	7,632	9,767			
						總負債及權益	24,893	31,291			
						每股帳面價值	4.59	5.96	11.44	14.05	14.43
						每股有形資產帳面價值	4.47	5.83			

現金流量	預測數字					比率分析	預測數字				
	12/20	12/21	12/22E	12/23E	12/24E		12/20	12/21	12/22E	12/23E	12/24E
淨利	391	1,560				評價比率					
+ 折舊及攤銷	885	1,299				市盈率	21.0x	5.6x	4.1x	3.6x	3.6x
+ 其他非現金調整數	371	866				EV to EBIT	13.7x	6.7x			
+ 非現金資金變動	-126	-1,092				EV to EBITDA	7.6x	4.8x	4.9x	4.3x	4.3x
營業活動現金流量	1,521	2,632				價格/盈收	0.2x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x
+ 固定資產處分	134	154				價格/帳面價值	0.5x	0.9x	0.6x	0.5x	0.5x
+ 資本支出	-4,412	-4,565	-116	-116	-119	股利率	4.8%	4.4%			
+ 投資增加	0	0				獲利比率					
+ 投資減少額	0	0				毛利率	21.2%	26.1%	26.9%	27.8%	27.8%
+ 其他投資活動	-112	-80				EBITDA獲利率	17.0%	22.8%	17.0%	17.6%	17.6%
投資活動現金流量	-4,391	-4,490				營業率	9.5%	16.4%	13.5%	14.5%	14.5%
+ 支付股利	-105	-140				獲利率	3.3%	7.7%	7.1%	7.5%	7.5%
+ 短期借款變動	8,263	9,445				資產報酬率	1.9%	5.6%	0.0%	0.0%	0.0%
+ 長期借款增加	109					股本回報率	7.9%	25.3%	19.9%	18.9%	18.9%
+ 長期借款減少	-5,865	-7,029				槓桿及覆蓋率					
+ 股本增加	0	0				流動比率	0.49	0.51			
+ 股本減少	0	0				速動比率	0.17	0.17			
+ 其他融資活動	240	-163				利息保障率(EBIT/I)	2.46	4.71			
融資活動現金流量	2,642	2,113				總債務/資本	0.61	0.60			
現金淨變動	-228	254				總負債/股東權益	1.54	1.49			
自由現金流量 (CFO-CAPEX)	-2,891	-1,932	3,122	3,209	4,028	其他					
公司自由現金流量	-2,516	-1,361				資產週轉率	0.56	0.72			
權益自由現金流量	-250	638				應收帳款週轉率	18.38	19.24			
每股可用現金流量	-2.47	-1.65				應付帳款週轉率	18.82	20.32			
						存貨週轉率	8.33	9.56			
						有效稅率	16.9%	18.7%			

數據源：彭博 12/05/2022

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司

股份評級準則：

升跌幅	建議評級	內容
>10%	買入	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅高於 10%
>5% 至 10%	保守性買入	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 >5-10%
0 至 5%	中性	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 0-5%
< 0%	減持	預測未來 12 個月內股票現價潛在跌幅高於 0%

風險披露

以上資料僅供參考，並不構成及不應被視為對任何人作出認購或出售的要約。招商永隆銀行有限公司（「本公司」）為招商銀行的全資附屬公司。招商局集團內的公司及 / 或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有不時在本資料所述全部或任何證券或投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券或投資項目。招商局集團內的公司可能會就該等證券提供投資服務、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。招商局集團可能會就因該等證券或投資項目而提供的服務賺得佣金或其他費用。本數據所載資料乃秉誠提供，並取自於所示日期相信為可靠及準確之資料來源。然而，本公司並無核實所有資料，亦不表示有關資料對閣下所需用途是否準確或完整，故不應加以依賴。本公司並無責任更新資料或改正任何其後顯現之錯誤。本數據所載述的意見、估算及其他資料可予更改或撤回，恕不另行通知。

投資涉及風險。證券價格可升亦可跌，甚至會變成毫無價值，過往業績數據並非未來業績的指標，投資者有機會損失全部投資。本資料提供之任何投資建議並未考慮個別投資者的特定投資目標及 / 或財政資源，因此未必適合所有投資者。投資者應自行運用獨立思考能力評估投資此等產品的適合性與涉及之風險，如認為需要，於作出任何認購或購買行動前諮詢其法律、財務、稅務、會計及其他獨立專業顧問，以確保作出適合其本身情況（如公民權、稅務限制）、投資目的、財務狀況及其他獨特需要的投資決定。

Disclaimer

The above information is for reference only and does not constitute and should not be regarded as any offer to purchase or sell. CMB Wing Lung Bank Limited is the wholly-owned subsidiary of China Merchants Bank. Members of China Merchants Group, their senior management, directors, agents and employees may from time to time have a position (on a principal basis or otherwise); or from time to time conduct transactions in all or any of the securities or investment products mentioned herein. Members of China Merchants Group may provide services or act as an underwriter, sponsor or coordinator of any company and affiliates of such company whose securities are mentioned herein. China Merchants Bank Group may derive commission fees or other charges from providing the abovementioned services. The information herein (including any expression of opinion or forecast) is provided in good faith and has been obtained and derived from sources believed to be reliable and accurate at the date indicated. However, we have not verified all the information and we do not represent that it is accurate or complete for your purpose and it should not be relied upon as such. We may not, and have no obligation to, update the information or correct any inaccuracy which subsequently becomes apparent. Opinions, estimates and other information contained herein may be changed or withdrawn without prior notice.

Investment involves risks. The price of securities may go down as well as up, or even become worthless. Past performance is not indicative of future performance. Under certain circumstances an investor may sustain a total loss of their investment. The information may not suit every investor's needs. Therefore, an investor should make an appraisal of the risks involved in investing in these products and should consult his or her own legal, financial, tax, accounting and other independent professional advisors, to ensure that any decision made is suitable with regards to that investor's circumstances (including but not limited to his or her civic rights and tax restrictions), investment purposes, financial positions and any other specific needs.

查詢熱線：230 95555
www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司