

2023年07月03日

中国心连心化肥 (1866.HK)

公司动态分析

证券研究报告

化肥行业

中国高端复合肥的领导者，大力推广智能水肥一体化

6月27日，我们调研并参加了公司在新疆玛纳斯县的智能水肥一体化技术交流会。中国心连心化肥从2016年开始对液体肥进行研发与推广，在新疆投资6000万元建成了水肥一体化工程技术研究中心，通过自主研发将自动滴灌、远程数控、水肥一体化等技术集成与应用。让农民通过电脑、手机等可以远程控制施肥施水，实现省肥20%，增产15%。我们认为未来心连心有望通过智能水肥一体化技术，成长为中国高端复合肥的领导者，维持目标价6.5港元，对应23年7.4倍和24年4.3倍预测市盈率，距离现价有94%上涨空间，买入评级。

报告摘要

聚焦数字农业，引领高效施肥。通过自主研发，心连心在数字农业、智慧农业、节水农业上实现新突破，为农户提供更高质、更高效的服务。心连心智能施肥系统经过多年不断迭代发展，已逐步完善。该系统由自动化系统、数据传输系统、土壤墒情监测系统部分结合物联网技术组成。以喷灌、滴灌技术为基础，将灌溉和施肥融为一体，根据土壤墒情、作物需肥规律和特点，将适当比例的肥料和灌溉水兑在一起，并均匀、定时、定量地喷洒。有效避免肥料的挥发损失、溶解慢、发挥慢等问题，肥料的利用率大幅度提高。未来心连心会大力发展液体肥，推广智能水肥一体化，以河南、新疆、江西三大基地为核心向外辐射，计划建立全方位、多层次的水肥一体化技术示范展示网络，仅在新疆地区就已经打造多个县乡级百亩示范片，安装智能施肥系统1500余套，覆盖面积50多万亩。未来希望打造省级千亩示范片、国家级万亩示范片。推进水肥一体化技术推广的规模化和标准化，以服务带动销售的营销模式，为农民提供系统维护、技术咨询等增值服务。

因化肥与化工产品价格下跌，下调业绩预测。上半年受中国经济增速放缓，地产行业低迷的影响，心连心的化肥与化工产品价格下跌。以尿素为例，从年初的2700元/吨下降至6月底的2200元/吨，降幅26%。在供应端，到五月底新增尿素产能60万吨，尿素产量达到2463万吨，同比提升约76万吨，供应充裕。在成本端，煤炭价格大幅下降，尿素生产成本降低。在需求上，农业需求基本平稳，耕种面积微增，但工业需求低迷。考虑到上半年公司产品价格下降，我们下调2023与2024年的归母净利润预测，从之前的14.7亿与19.0亿下调至10.3亿和17.7亿。

维持目标价6.5港元，买入评级。我们看好心连心的高端复合肥业务长远发展，公司有望通过智能水肥一体化技术，成长为中国高端复合肥的领导者，维持目标价6.5港元，对应23年7.4倍和24年4.3倍预测市盈率，距离现价有94%上涨空间，买入评级。

风险提示：行业竞争加剧；疫情加剧；价格不及预期

31/12 年结；百万元人民币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	16,977	23,072	22,097	28,284	34,564
增长率(%)	62.5%	35.9%	-4.2%	28.0%	22.2%
净利润	1,296	1,326	1,030	1,768	2,526
增长率(%)	272.7%	2.3%	-22.3%	71.6%	42.9%
毛利率(%)	24.2%	18.8%	18.2%	19.9%	21.5%
净利率(%)	7.6%	5.7%	4.7%	6.3%	7.3%
每股收益(元)	1.11	1.13	0.78	1.33	1.90
每股净资产(元)	4.86	5.88	5.78	6.79	8.23
市盈率	2.7	2.6	3.8	2.2	1.5
市净率	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
净资产收益率(%)	25.3%	21.1%	14.2%	21.2%	25.4%
股息收益率	6.4%	8.5%	6.6%	11.3%	16.2%

数据来源：公司资料，安信国际预测

投资评级: 买入

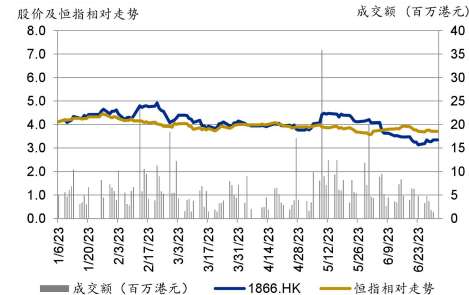
目标价格: 6.5

现价 (2023-06-30): 3.4 港元

总市值(百万港元)	4,114.21
流通市值(百万港元)	4,114.21
总股本(百万股)	1,228.12
流通股本(百万股)	1,228.12
12个月低/高(港元)	3.1/5
平均成交(百万港元)	6.41

股东结构	
管理层持股	33.8%
员工持股	20.9%
其他	45.3%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-15.32	-5.91	-26.39
绝对收益	-11.48	-13.19	-39.85

数据来源：彭博、港交所、公司

王强 分析师

+852 2213 1422 jimmywang@eif.com.hk

智能水肥一体化技术交流会

6月27日，我们调研并参加了中国心连心化肥在新疆玛纳斯县组织召开了以“聚焦数字农业，引领高效施肥”为主题的智能水肥一体化技术交流会。现场共有经销商，种植户300多人参加。

图1：智能水肥一体化技术交流会



资料来源：公司资料，安信国际整理

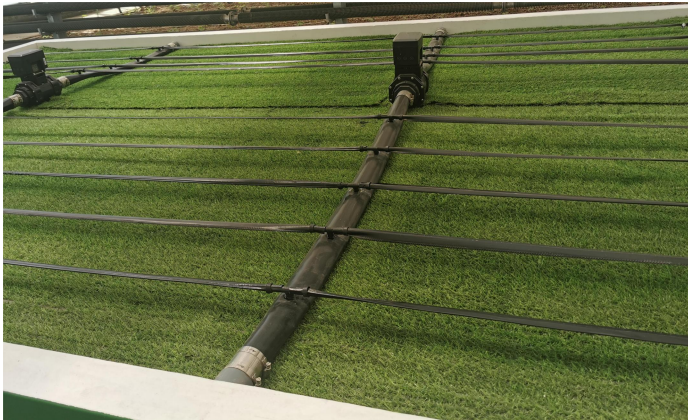
20世纪60年代，以色列人创造了滴灌技术，并建成了世界上第一个滴灌系统。现在，以色列农业灌溉面积有75%以上采用灌溉施肥技术。20世纪60年代后，滴灌技术开始在美国、澳大利亚、墨西哥、南非等地陆续研究和示范应用。我国从上世纪70年代开始引进滴灌技术，通过引进、消化吸收再创新，在灌溉设备和配套技术等方面有了长足的发展，已建立完整的滴灌技术体系。

为推进国内水肥一体化技术发展，国家相继出台了一系列政策：《全国农业可持续发展规划（2015—2030年）》提出“一控两减三基本”目标；2017年中央“一号文件”明确指出要大规模实施农业节水工程，与此同时还要加大水肥一体化等先进节水技术的推广力度；2019年发布的《〈国家节水行动方案〉分工方案》指出，要大力推进水肥一体化技术，每年发展水肥一体化面积133.3万hm²（2000万亩）。《中共中央 国务院关于做好2022年全面推进乡村振兴重点工作的意见》指出，要加快发展设施农业，推动水肥一体化等设施装备技术研发应用。

中国心连心化肥从2016年开始对液体肥进行研发与推广，在新疆投资6000万元建成了水肥一体化工程技术研究中心，通过自主研发将自动滴灌、远程数控、水肥一体化等技术集成与应用。让农民通过电脑、手机等可以远程控制施肥施水，实现省肥20%，增产15%。在产品研发上，公司经过原料筛选、生产试验、肥效验证、施肥系统筛选等一些列的摸索，并联合石河子大学、塔里木大学、新疆农垦科学院等科研院校，先后研发出适用于棉花、果树、瓜果蔬菜等经济作物的液体肥产品。

目前心连心在南北疆建立2条液体肥生产线，年产能达到12万吨。在新疆地区已安装智能施肥系统1500余套，覆盖面积50多万亩。公司自建1万亩高标准农田，包括安装智能施肥机、智慧电动球阀、气象站、土壤温湿度监测仪等设备，同时配备遥感大数据平台的投入使用，为种植户提供天（卫星遥感）、中（气象站、施肥机、电动阀）、地（土壤温湿度监测仪、土壤大数据库、测土服务）三位一体服务。

图 2：滴灌系统



资料来源：公司资料，安信国际整理

图 3：智能施肥系统



资料来源：公司资料，安信国际整理

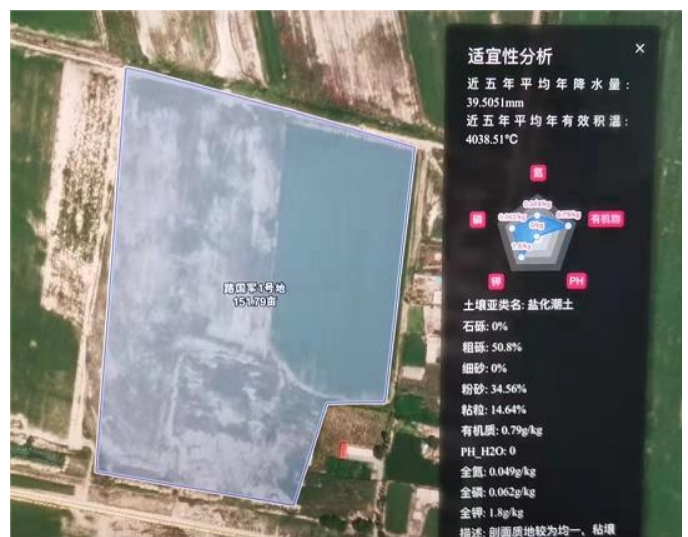
心连心智能施肥系统经过多年不断迭代发展，已逐步完善。公司的智能水肥一体化是由自动化系统、数据传输系统、土壤墒情监测系统等部门结合物联网技术组成。以喷灌、滴灌技术为基础，将灌溉和施肥融为一体，根据土壤墒情、作物需肥规律和特点，将适当比例的肥料和灌溉水兑在一起，将肥水均匀、定时、定量地喷洒。有效避免肥料的挥发损失、溶解慢、发挥慢等问题，肥料的利用率大幅度提高。未来心连心将大力发展液体肥，推广智能水肥一体化，以河南、新疆、江西三大基地为核心向外辐射，建立全方位、多层次的水肥一体化技术示范展示网络，现已形成多个县乡级百亩示范片，未来希望打造省级千亩示范片、国家级万亩示范片。推进水肥一体化技术推广的规模化和标准化，以服务带动销售的营销模式，为农民提供系统维护、技术咨询等增值服务。

图 4：APP 操作页面



资料来源：公司资料，安信国际整理

图 5：APP 农田数据分析



资料来源：公司资料，安信国际整理

财务预测

损益表

人民币百万元 财务年度截至12月31日	21年 实际	22年 实际	23年 预测	24年 预测	25年 预测
收入	16,977.3	23,071.9	22,097.3	28,284.5	34,563.6
毛利	4,104.1	4,348.9	4,021.7	5,628.6	7,431.2
其他收入	169.4	187.3	189.2	191.1	193.0
销售及管理费用	(1,410.6)	(1,601.0)	(1,789.9)	(2,234.5)	(2,799.7)
其他开支	(101.9)	(92.3)	(95.0)	(101.0)	(102.8)
营业利润	2,761.0	2,842.9	2,326.0	3,484.2	4,721.7
财务费用	(583.4)	(662.2)	(625.6)	(566.6)	(552.4)
税前盈利	2,177.6	2,180.7	1,700.4	2,917.6	4,169.3
所得税	(406.5)	(372.5)	(289.1)	(496.0)	(708.8)
少数股东应占利润	475.2	482.0	381.1	653.8	934.3
归母净利润	1,295.9	1,326.2	1,030.3	1,767.8	2,526.1
增长					
总收入 (%)	62.5%	35.9%	-4.2%	28.0%	22.2%
每股收益 (%)	272.7%	2.3%	-31.4%	71.6%	42.9%

资产负债表

人民币百万元 财务年度截至12月31日	21年 实际	22年 实际	23年 预测	24年 预测	25年 预测
现金	893.1	1,469.8	872.5	529.1	1,035.6
应收账款	1,004.6	1,019.7	927.8	1,128.2	1,295.9
存货	1,607.4	1,699.5	1,595.1	2,041.7	2,445.1
其他流动资产	2,266.2	2,042.0	1,702.3	1,710.9	1,444.1
总流动资产	5,771.3	6,230.9	5,097.8	5,409.9	6,220.7
固定资产	18,058.0	19,457.9	22,134.2	24,684.8	26,956.9
矿权	237.0	233.4	233.4	233.4	233.4
其他固定资产	1,442.4	1,945.0	1,976.3	2,116.1	2,282.6
总资产	25,508.7	27,867.2	29,441.7	32,444.2	35,693.6
短期负债					
应付帐款	774.4	645.7	839.4	965.3	1,254.9
短期银行贷款	6,402.2	5,556.1	5,500.5	5,445.5	5,336.6
其他短期负债	4,209.9	4,339.0	4,578.6	5,309.4	5,657.7
总短期负债	11,386.5	10,540.8	10,918.5	11,720.2	12,249.2
长期银行贷款	4,966.6	6,779.4	6,711.6	6,845.9	6,640.5
其他负债	1,192.5	979.2	1,078.5	1,152.7	1,235.8
总负债	17,545.6	18,299.3	18,708.7	19,718.9	20,125.5
少数股东权益	2,268.2	2,681.6	3,062.7	3,716.5	4,650.9
股东权益	5,694.9	6,886.2	7,670.4	9,008.8	10,917.3
每股账面值(元)	4.86	5.88	5.78	6.79	8.23
营运资金	(5,615.2)	(4,309.9)	(5,820.8)	(6,310.4)	(6,028.5)

财务分析					
人民币百万元 财务年度截至12月31日	21年 实际	22年 实际	23年 预测	24年 预测	25年 预测
盈利能力					
毛利率(%)	24.2%	18.8%	18.2%	19.9%	21.5%
净利率(%)	7.6%	5.7%	4.7%	6.3%	7.3%
ROE(%)	25.3%	21.1%	14.2%	21.2%	25.4%
营运表现					
SG&A收入(%)	8.3%	6.9%	8.1%	7.9%	8.1%
实际税率(%)	18.7%	17.1%	17.0%	17.0%	17.0%
库存周转	45.6	33.1	32.2	32.9	32.9
应付账款天数	22.0	12.6	17.0	15.6	16.9
应收账款天数	21.6	16.1	15.3	14.6	13.7
财务状况					
净负债/股本	3.1	2.7	2.4	2.2	1.8
收入/总资产	0.67	0.83	0.75	0.87	0.97
总资产/股本	4.48	4.05	3.84	3.60	3.27
盈利对利息倍数	4.7	4.3	3.7	6.1	8.5
现金流量表					
人民币百万元 财务年度截至12月31日	21年 实际	22年 实际	23年 预测	24年 预测	25年 预测
经营活动					
营运资金变动前	3,900.9	4,307.5	3,162.0	4,532.4	5,973.8
营运资金变化	(746.9)	447.6	779.3	(126.3)	422.4
所得税	(406.5)	(372.5)	(289.1)	(496.0)	(708.8)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运现金流	2747.5	4382.5	3652.3	3910.1	5687.4
投资活动					
资本开支	(3,854.1)	(3,776.1)	(4,138.4)	(4,281.2)	(4,209.6)
其他投资活动	128.4	52.4	114.3	91.5	73.2
投资活动现金流	(3,725.7)	(3,723.7)	(4,024.1)	(4,189.8)	(4,136.5)
融资活动					
负债变化	1444.3	(16.7)	34.4	379.1	(412.6)
股本变化	0.0	298.4	0.0	0.0	0.0
股息	(116.2)	(243.4)	(257.6)	(441.9)	(631.5)
其他融资活动	(136.8)	(122.4)	(2.2)	(0.9)	(0.4)
融资活动现金流	1191.3	(84.2)	(225.4)	(63.8)	(1044.5)
现金变化	213.1	574.7	(597.2)	(343.4)	506.5
期初持有现金	682.0	895.1	1,469.8	872.5	529.1
期末持有现金	895.1	1,469.8	872.5	529.1	1,035.6

数据来源：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

此报告只提供给阁下作参考用途，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