

2026年03月31日

中国心连心化肥 (1866.HK)

26年业绩将迎来跨越式增长

2025年中国心连心化肥收入达到253.5亿，同比增长10%，调整后归母净利润为9.3亿，同比增长1%。我们看好公司新产能投放后，将带来26与27年业绩爆发式增长，提升公司目标价至16港元，维持买入评级。

报告摘要

25年经调整后净利润增长1%。2025年中国心连心化肥收入达到253.5亿，同比增长10%，调整后归母净利润为9.3亿，同比增长1%（扣除2024年出售天欣煤矿股权）。毛利率达到15%，同比下降2个百分点。下降主要因为部分产品价格下跌以及三季度停产检修影响。公司末期股息拟派发每股人民币0.32元，同比增长23%，派息率提升至44%。

25年部分产品价格下跌。2025年公司尿素收入达68.3亿，平均售价为1745元/吨，同比下降10%，因售价降幅大于成本降幅，毛利率达到21%，同比下降4个百分点，复合肥收入69.1亿，平均售价为2539元/吨，同比下降3%，受钾肥、磷肥等原料价格上涨及售价下滑双重影响，毛利率达到12%，同比下降3个百分点。DMF收入达到11.1亿，平均售价为3530元/吨，同比下降7%，毛利率为20%，同比上升9个百分点，甲醇36.7亿，平均售价为2081元/吨，同比下降4%，毛利率9%，同比持平。聚甲醛收入4亿，平均售价为6790元/吨，同比下降26%，毛利率19%，同比下降11个百分点。三聚氰胺7.3亿，平均售价为5299元/吨，同比下降7%，公司充分享受低税率反倾销税优势，三聚氰胺出口量提升，带动毛利率同比上升11个百分点，达到38%。

26年与27年业绩持续高增长。今明两年公司将陆续投产河南新乡、新疆准东、广西贵港三大基地的核心项目，25年三季度九江二期已顺利投运，显著降低江西基地尿素成本约80元，26年3月新乡基地57万吨合成氨项目已进入试生产阶段，成本预计较现有产线再降约8%。我们认为五大基地投产完成后公司尿素总产能突破800万吨，整体化肥产能突破至1400万吨。随着优质低成本产能的全面释放，26年与27年公司净利润将达到14.4亿与18.6亿，同比增长54.3%和29.1%。27年财务将迎来重大拐点，一方面，前期投资的庞大产能全面释放带来强劲的经营性现金流入；另一方面，资本开支大幅收缩。公司的现金流规模将远超资本开支，有助于降低负债率与提升分红派息。

投资建议。我们看好公司新产能投放后，将带来26与27年业绩爆发式增长，提升公司目标价至16港元，维持买入评级。

风险提示：出口不及预期；价格竞争；原材料成本上升。

财务及估值摘要

(年结31/12; 人民币元 000)	FY 2024A	FY 2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
销售收入	23,128	25,352	28,902	33,526	35,873
增长率 (%)	-1.5%	9.6%	14.0%	16.0%	7.0%
净利润	1,459	932	1,438	1,857	2,121
增长率 (%)	23.0%	-36.1%	54.3%	29.1%	14.2%
毛利率 (%)	17.0%	15.0%	17.0%	17.6%	18.0%
净利润率 (%)	6.3%	3.7%	5.0%	5.5%	5.9%
ROE, 平均 (%)	17.5%	10.0%	14.0%	16.2%	16.5%
每股盈利 (人民币元)	1.18	0.75	1.17	1.51	1.72
每股净资产 (人民币元)	7.22	7.81	8.81	9.85	10.97
市盈率 (x)	8.8	13.9	8.9	6.9	6.0
市净率 (x)	1.4	1.3	1.2	1.1	0.9
股息收益率 (%)	2.5%	3.1%	4.5%	5.8%	6.6%

数据来源：公司资料，国投证券国际预测

公司动态分析

证券研究报告

化肥

投资评级： 买入

维持买入评级

6个月目标价 16港元

股价 2026-3-30 11.5港元

总市值(亿港元) 148.09

流通市值(亿港元) 148.09

总股本(亿股) 12.83

流通股本(亿股) 12.83

12个月低/高(港元) 8.7/13

平均成交(百万港元) 49.69

股东结构

刘兴旭 33.9%

其他 66.1%

总共 100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.44	31.39	147.97
绝对收益	-2.62	27.94	153.63

数据来源：彭博、港交所、公司

王强 分析师

jimmywang@sdicisi.com.hk

附表：财务报表预测

损益表						财务分析					
人民币百万元	24年	25年	26年	27年	28年	人民币百万元	24年	25年	26年	27年	28年
财务年度截至12月31日	实际	实际	预测	预测	预测	财务年度截至12月31日	实际	实际	预测	预测	预测
收入	23,128.3	25,352.5	28,901.8	33,526.1	35,872.9	盈利能力					
毛利	3,931.1	3,808.0	4,913.3	5,900.6	6,457.1	毛利率(%)	17.0%	15.0%	17.0%	17.6%	18.0%
其他收入	1,061.2	410.6	369.6	388.1	329.8	净利率(%)	6.3%	3.7%	5.0%	5.5%	5.9%
销售及管理费用	(2,031.3)	(2,107.6)	(2,341.0)	(2,648.6)	(2,726.3)	ROE(%)	17.5%	10.0%	14.0%	16.2%	16.5%
其他开支	(89.4)	(48.0)	(48.7)	(49.3)	(50.0)	营运表现					
营业利润	2,871.5	2,063.1	2,893.1	3,590.7	4,010.7	SG&A/收入(%)	8.8%	8.3%	8.1%	7.9%	7.6%
财务费用	(495.0)	(479.7)	(466.3)	(445.5)	(417.9)	实际税率(%)	15.3%	17.7%	17.7%	18.0%	18.0%
税前盈利	2,376.4	1,583.4	2,426.8	3,145.2	3,592.8	库存周转	32.5	33.2	34.0	34.2	34.4
所得税	(362.8)	(280.4)	(429.5)	(566.1)	(646.7)	应付账款天数	30.1	38.4	37.9	36.2	36.7
少数股东应占利润	554.2	371.0	559.2	722.1	824.9	应收账款天数	15.4	15.5	15.5	15.5	15.4
归母净利润	1,459.4	932.0	1,438.0	1,856.9	2,121.2	财务状况					
增长						净负债/股本	2.2	2.6	2.6	2.3	2.1
总收入(%)	-1.5%	9.6%	14.0%	16.0%	7.0%	收入/总资产	0.71	0.65	0.67	0.74	0.77
每股收益(%)	21.3%	-36.5%	56.3%	29.1%	14.2%	总资产/股本	3.63	3.98	3.95	3.73	3.47
资产负债表						现金流量表					
人民币百万元	24年	25年	26年	27年	28年	人民币百万元	24年	25年	26年	27年	28年
财务年度截至12月31日	实际	实际	预测	预测	预测	财务年度截至12月31日	实际	预测	预测	预测	预测
现金	887.2	1,199.5	1,342.8	1,456.9	1,633.0	经营活动					
应收账款	974.7	1,077.2	1,228.0	1,424.5	1,509.0	营运资金变动前	3,884.4	3,732.1	4,553.4	5,551.4	6,263.7
存货	1,710.3	1,958.3	2,232.5	2,589.7	2,771.0	营运资金变化	(171.8)	259.4	518.7	725.2	799.8
其他流动资产	2,728.5	2,577.6	2,407.7	2,052.3	1,616.0	所得税	(362.8)	(280.4)	(429.5)	(566.1)	(646.7)
总流动资产	6,300.7	6,812.6	7,211.0	7,523.4	7,528.9	其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	22,981.1	29,067.4	32,732.7	34,741.4	36,309.5	营运现金流	3349.8	3711.1	4642.5	5710.5	6416.9
矿权	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资活动					
其他固定资产	3,236.5	2,880.4	2,954.1	3,038.5	3,050.3	资本开支	(5,028.6)	(5,976.8)	(5,805.7)	(4,411.0)	(4,116.5)
总资产	32,518.2	38,760.4	42,897.8	45,303.4	46,888.8	其他投资活动	737.7	446.3	34.0	30.6	137.9
应付账款	1,581.5	2,264.9	2,491.4	2,740.6	2,959.8	投资活动现金流	(4,290.9)	(5,530.5)	(5,771.7)	(4,380.4)	(3,978.6)
短期银行贷款	5,267.2	3,301.2	3,268.2	3,202.8	2,658.3	融资活动					
其他短期负债	4,519.3	5,401.9	5,956.4	6,734.7	7,258.5	负债变化	1191.6	2589.5	1679.8	(643.3)	(1522.4)
总短期负债	11,368.0	10,968.0	11,716.0	12,678.1	12,876.6	股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期银行贷款	7,588.1	13,095.5	14,666.9	13,933.6	12,818.9	其他融资活动	(525.8)	(457.8)	(407.3)	(572.8)	(739.8)
其他负债	1,040.4	1,500.6	1,654.1	1,827.0	2,125.3	融资活动现金流	665.8	2131.7	1272.5	(1216.0)	(2262.2)
总负债	19,996.5	25,564.1	28,037.1	28,438.8	27,820.9	现金变化	(275.3)	312.3	143.4	114.1	176.0
少数股东权益	3,560.6	3,451.6	4,010.9	4,733.0	5,557.9	期初持有现金	1,162.6	887.2	1,199.5	1,342.8	1,456.9
股东权益	8,961.2	9,744.7	10,849.9	12,131.6	13,510.0	期末持有现金	887.2	1,199.5	1,342.8	1,456.9	1,633.0
每股账面值(元)	7.22	7.81	8.81	9.85	10.97						
营运资金	(5,067.2)	(4,155.4)	(4,505.0)	(5,154.7)	(5,347.7)						

数据来源：公司资料，国投证券国际预测

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国投证券(香港)有限公司（国投证券国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。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。国投证券国际，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、意见及推测反映国投证券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。国投证券国际，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、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，而应根据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。

国投证券国际及其高级职员、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。国投证券国际，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 规则的解释），国投证券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。

收件人应注意国投证券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，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券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。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

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。
- 国投证券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。

国投证券（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