

中国心连心化肥 (1866.HK) : 尿素龙头企业，化工业务占比逐步提高

China XLX Fertilizer: Leading urea company, gradual increase in the share of chemical business

庄怀超 Huaichao Zhuang hc.zhuang@htisec.com

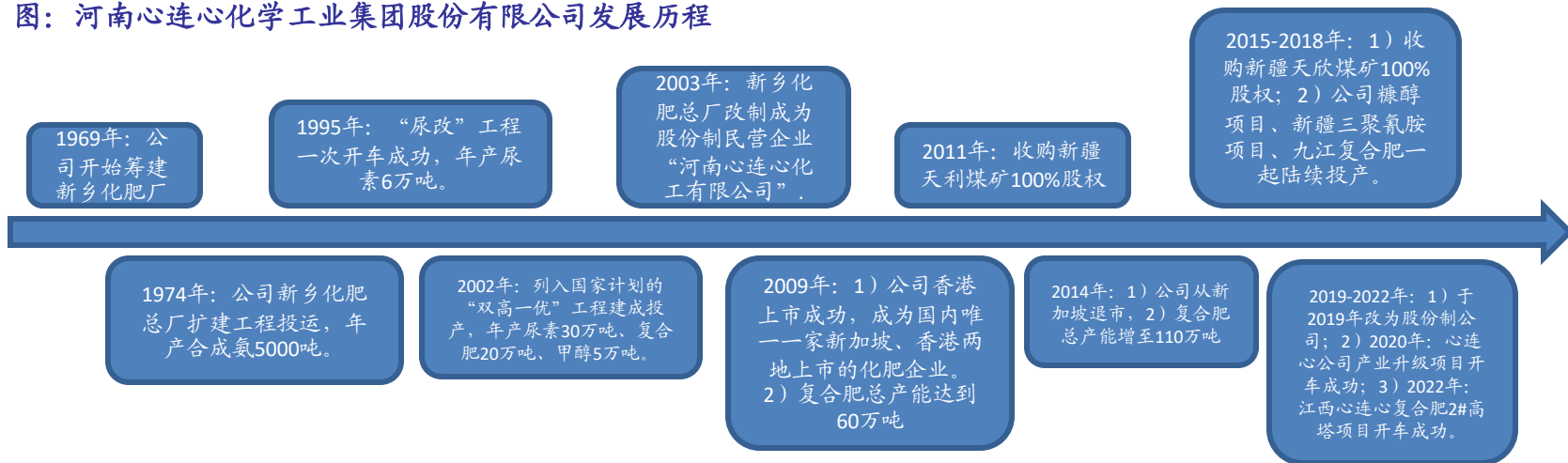
2024年1月30日

- 国内氮肥行业龙头，尿素产量全国第一
- 公司具备成本优势，积极进行降本增效
- 发展中高端复合肥，响应国家化肥减量替代政策
- 向产业链下游延申，发展多种精细化工品
- 加强科技研发，实施差异化发展战略
- 重视农化服务，打造“研、产、供、销”一体化服务平台

- 国内氮肥行业龙头，深耕行业数十载
- 尿素行业产能扩张，公司具备规模优势
- 复合肥产能扩张，销量不断提升
- 发展下游精细化工品，一头多尾柔性调节生产
- 分拆深冷能源独立上市，发展特种气体板块
- 盈利预测及风险提示

中国心连心化肥有限公司于2009年12月8日在香港联合交易所主板挂牌上市，主要业务为投资控股，由附属公司从事化肥及化工品的开发、生产及销售，其中主要子公司为河南心连心化学工业集团股份有限公司。河南心连心于1969年建厂，2003年从国有企业改制为民营企业，2019年改制为股份有限公司，目前拥有河南、新疆、江西三大生产基地，生产尿素、复合肥、甲醇、三聚氰胺等产品，公司坚持“总成本领先、差异化竞争”的发展战略，依托河南、新疆、江西等地区资源，向上游煤矿等资源地发展，向下游新能源、新材料等产品链延伸，向煤化工相关多元化方向发展，致力于成为中国最受尊重的化肥企业集团。

图：河南心连心化学工业集团股份有限公司发展历程



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

以肥为基，肥化并举



公司以“以肥为基，肥化并举”作为发展战略。化肥作为有明显季节性的产品，盈利水平随市场波动变化非常大，为了解决这个问题，公司从自身的特点和优势出发，以低成本的合成气为核心，以及氢气、氮气、合成氨等基础化工原料的优势，向煤化工下游及相关多元化发展。目前，公司已经形成甲醇、二甲醚、三聚氰胺、糠醛、糠醇、DMF等一系列产品，并灵活调节产品结构的弹性生产模式。

公司化肥板块主要业务情况

产品类型	具体产品	上游	下游应用	2023前三季度收入占比	2023前三季度产能
尿素	成品尿素（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）	煤炭、天然气	化肥、复合肥	27.93%	390万吨
复合肥	近百种配方，分为腐植酸系列、控失系列、硝基肥系列、专用肥系列、氨基酸系列、水溶肥系列、常规肥系列等	氮磷钾任何两种或三种的化肥	农业生产	26.75%	348万吨（包括3万吨水溶肥+1万吨液体肥）

公司化工板块主要业务情况

产品类型	产品介绍	上游	下游应用	2023三季度收入占比	2023三季度产能
甲醇	结构最为简单的饱和一元醇，又称“木醇”或“木精”，是无色有酒精气味易挥发的液体。	煤炭、焦炭、天然气、空气蒸汽	烯烃、甲醛、二甲醚、MTBE、醋酸、精细化工等多种有机产品，农药、医药	9.02%	108万吨
二甲醚	在常温常压下是一种无色气体或压缩液体，具有轻微醚香味，属于清洁能源。产品等级主要有燃料级（99%）、气雾剂级（99.9%）、化妆品级（99.99%）	甲醇	民用燃气、工业锅炉、商业餐饮等领域		30万吨
三聚氰胺	俗称密胺、蛋白精，是一种新型环保产品，主要用途是生产三聚氰胺-甲醛树脂	尿素	木材、塑料、涂料、造纸、纺织、皮革等行业	3.26%	12万吨
车用尿素溶液	车用尿素是SCR方案的必需添加剂。SCR方案在国IV柴油车尾气排放处理系统中具有明显优势，随着柴油车国四排放标准被各城市逐步推行，车用尿素的需求或现井喷。	32.5%的高纯尿素和67.5%的超纯水	柴油车	1.88%	150万吨
医药中间体	用于药品合成工艺过程中的一些化工原料或化工产品	基础化学品	原料药	2.51%	
液氨	液氨是一种无色液体，有强烈刺激性气味，是一种重要的化工原料	天然气、煤炭、焦炉气	尿素、磷肥、氯化铵、硝酸	9.61%	
糠醇	化学式为C ₅ H ₆ O ₂ ，为无色至淡黄色透明液体，分子量98.0999。是一种重要的有机化工原料	糠醛加氢	染料，清漆、酚醛/呋喃树脂		6万吨
DMF	中文别名N,N-二甲基甲酰胺，分子式C ₃ H ₇ NO，分子量73.09，密度0.9487。	二甲胺、甲醇和甲酸铵	皮革、鞋类和纺织品杀菌和防霉；水果等防霉保鲜	4.47%	20万吨

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

“大基地+小基地”布局，提升市场竞争力

公司目前在河南新乡、江西九江、新疆玛纳斯设立三处大生产基地，用于生产及销售尿素、复合肥、甲醇、二甲醚、DMF等产品；公司于辽宁葫芦岛建立复合肥小基地，在建一期55万吨产能，同时，公司计划于广西金昌、新疆库车等地建立小基地，形成大基地+小基地的生产布局，提升市场竞争力。

表：公司各个基地建设情况



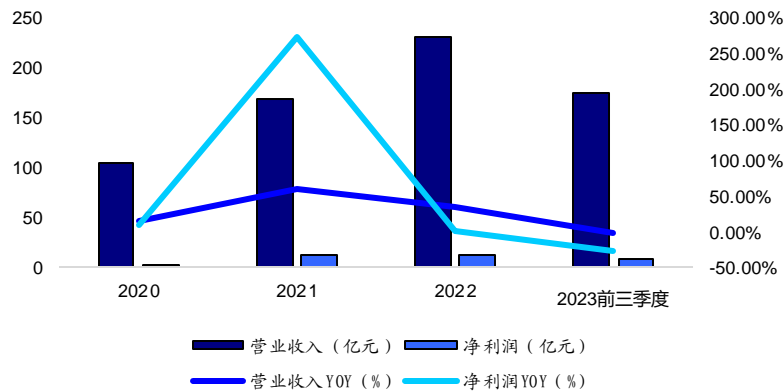
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

营业收入及净利润水平不断提高

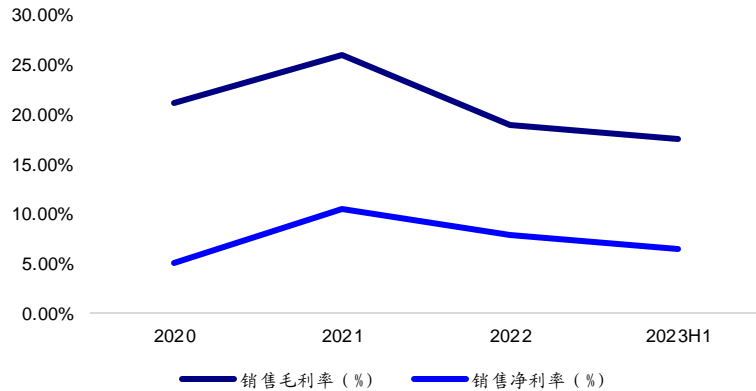
公司2020-2022年营业收入分别为105.28、169.24、231.62亿元，分别同比增长16.98%、60.75%、35.56%；净利润分别为3.48、12.94、13.26亿元，分别同比增长9.85%、272.24%、2.37%；扣非后净利润分别为2.87、12.69、12.83亿元，分别同比增长3.29%、341.94%、1.01%。公司2021年业绩增长主要由于尿素、甲醇、三聚氰胺及二甲醚等产品售价上升。2023前三季度，公司实现营业收入175.2亿元，同比增长0.02%，未经审核母公司拥有人应占全面收益总额8.29亿元，同比下降27%。

公司2020-2023H1销售毛利率分别为21.20%、26.10%、18.85%、17.50%，销售净利率分别为4.98%、10.45%、7.81%、6.40%。

图：公司2020-2023前三季度收入及净利润（亿元）及增速（%）



图：公司2020-2023H1销售毛利率及净利率（%）

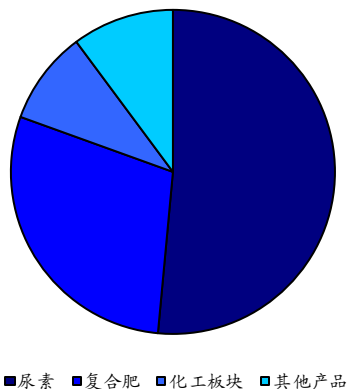


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

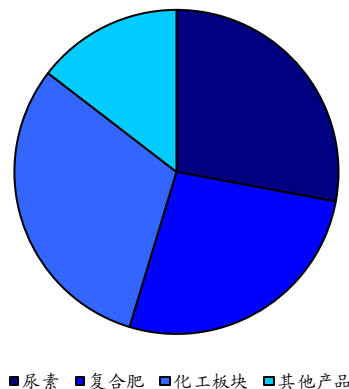
化工板块占比不断提高

随着公司化工项目不断投产，公司化工业务收入占比不断提高。根据WIND，公司化肥业务（尿素、复合肥）收入占比从2016年80.51%下降至2023前三季度的54.68%，化工业务（甲醇、二甲醚、三聚氰胺、糠醇、医药中间体、车用尿素、DMF等产品）收入占比从2016年9.32%上升至2023前三季度的30.75%。

图：公司2016年各板块业务收入占比（%）



图：公司2023年三季度各板块业务收入占比（%）

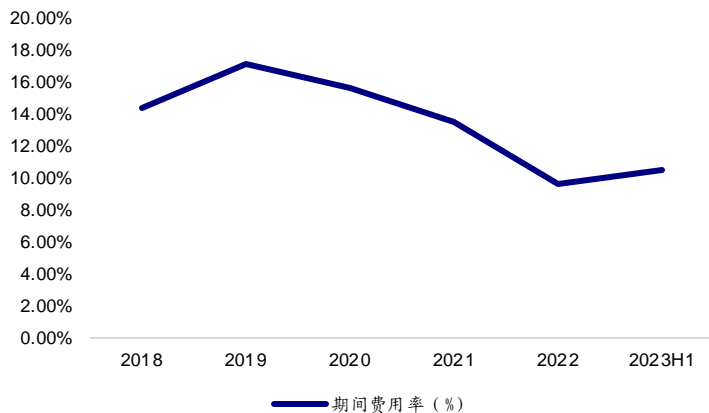


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

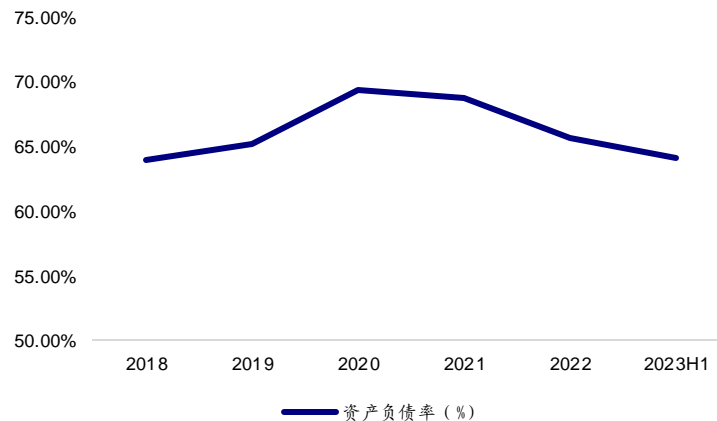
期间费用率及负债率水平不断下降

公司期间费用率及负债率水平不断下降。根据WIND，公司期间费用率（包含销售、管理、财务费用率）从2018年的14.37%下降至2023H1的10.39%，其中，销售费用率从2018年的5.49%下降至2023H1的2.56%，财务费用率从2018年的3.52%下降至2023H1的2.56%。同时，公司资产负债率从2020年69.34%下降至2023H1的64.09%。

图：公司2018年-2023H1期间费用率（%）



图：公司2018-2023H1资产负债率（%）



注：公司期间费用率计算为WIND（销售+管理+财务费用）/营业总收入

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

总成本领先和差异化发展战略，重视科学技术创新

公司贯彻总成本领先和差异化发展战略，重视科学技术创新，建立了先进的科研平台和研发体系，目前建有国家企业技术中心、博士后科研工作站等科研平台，拥有通过国家认可（CNAS）和资质认定（CMA）的实验室，于2011年、2014年、2017年、2020年连续被认定为国家高新技术企业。公司多年来坚持技术创新及产品创新，持续推行科技成果转化，目前累计申请专利500项，获得授权专利430项，省部级以上科技进步奖9项，市级科技进步奖5项。同时，公司先后和中国科学院、中国农科院等科研高校建立了产学研合作关系，并联合成立互动小组，从事新产品、新技术的开发和人员培训，这都使企业在行业内的技术水平迅速提升，达到国内领先水平。

图：公司获得奖励

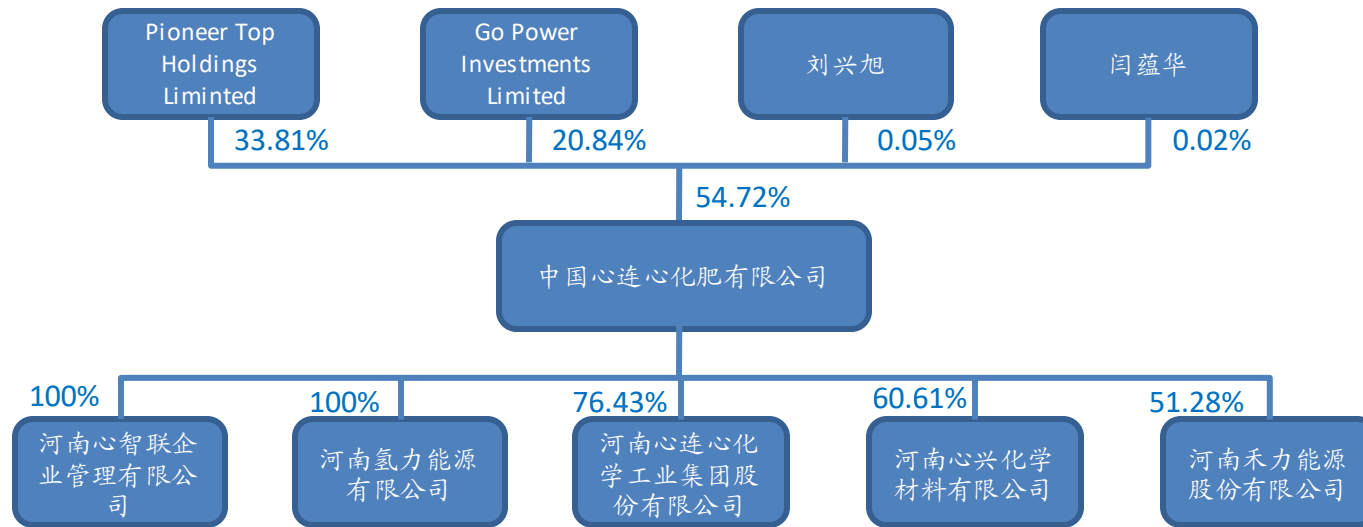


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

刘兴旭为公司实控人

根据公司官网，刘兴旭为公司实控人，直接持有公司0.05%股份，Pioneer Top Holdings Limited为公司最大股东，持股33.81%，该公司实控人也为刘兴旭。在对外投资上，公司投资多家全资及控股子公司、孙公司，具体包括100%全资子公司河南心智联企业管理有限公司、河南氢力能源有限公司，76.43%控股子公司河南心连心化学工业集团股份有限公司。

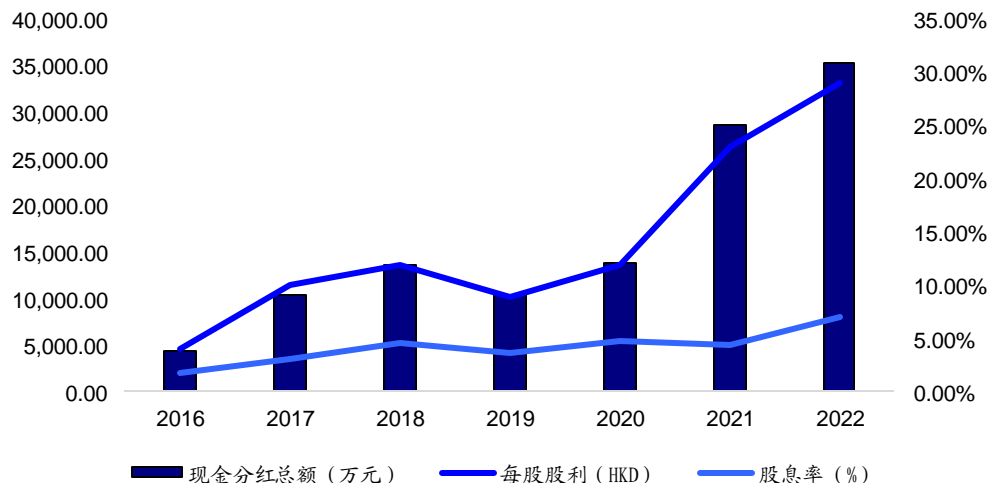
图：公司股权结构图（截至2022年年末）



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

公司高度重视股东对股息方面的意见，亦就公司的实际财务状况、长远发展需要和投资机遇等因素来制定每年的派息。近年来，公司分红总额及股息率不断增长，2022年，公司现金分红总额3.52亿元，每股股利0.29港元，股息率7.07%。

图：公司上市以来分红情况



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

- ▶国内氮肥行业龙头，深耕行业数十载
- ▶尿素行业产能扩张，公司具备规模优势
- ▶复合肥产能扩张，销量不断提升
- ▶发展下游精细化工品，一头多尾柔性调节生产
- ▶分拆深冷能源独立上市，发展特种气体板块
- ▶盈利预测及风险提示

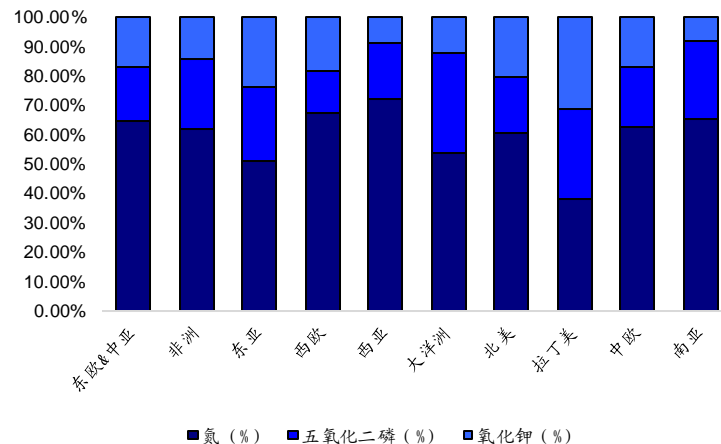
氮肥是用量最大的化肥品种

氮肥，是以氮（N）为主要成分，具有N标明量，施于土壤可提供植物氮素营养的单元肥料。氮肥是世界化肥生产和施用量最大的肥料品种；适宜的氮肥用量对于提高作物产量、改善农产品质量有重要作用，氮肥集团可分为氨态氮肥、铵态氮肥、硝态氮肥、硝铵态氮肥、氰氨态氮肥和酰胺态氮肥。根据前瞻产业院援引IFA数据，2021年全球氮肥需求量为1.137亿吨，需求占比达55.8%。

表：氮肥主要种类情况

主要类别	主要产品	产品特点
铵态氮肥	硫酸铵	白色细粒结晶，含氮17%~18%，有氨臭味，易溶于水，呈碱性反应。碳酸氢铵不含副成分，适用于任何土壤和各种作物，贮存和运输时要密封，严防受潮、暴晒及过久贮存。
	氯化铵	纯硫酸铵为白色结晶，含氮20%~21%，易溶于水，是速效肥料。作追肥时应深施覆土，水稻田不宜大量施用硫酸铵，否则，在缺氧的还原层，硫酸根被还原成硫化氢，使稻根发黑。
	碳酸氢铵	白色结晶，含氮24%~25%，吸湿性弱，不易结块。施入土壤后，铵离子被作物吸收，氯离子残留在土壤中，使土壤酸性增加，故为生理酸性肥料。氯化铵施于盐土会加重盐害，应避免使用。
硝态氮肥	硝酸铵	硝酸铵为白色结晶，含氮量33%~35%，易吸湿结块。硝酸具有助燃性，高温下易爆炸，贮运时不能与煤油、锯末、秸秆等易燃物放在一起。
酰胺态氮肥	尿素	尿素为白色针状结晶，含氮量44%~46%，是高浓度肥料。尿素易溶于水，颗粒状尿素吸湿性不大，物理性状较好，是大力发展的氮肥品种。尿素适宜各种作物和土壤。可作基肥和追肥，不宜作种肥。因养分含量高，直接接触种子，影响种子萌发。尿素最适宜根外追肥。

图：2021年全球主要地区三大肥料消费量占比（%）

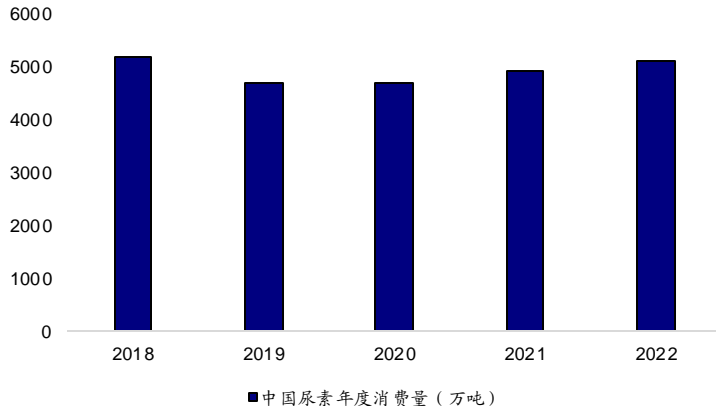


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

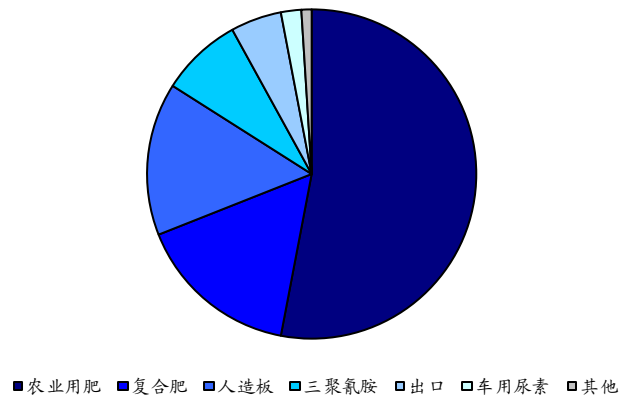
尿素为最常用氮肥之一，下游应用广阔

根据惠农网，尿素是最常用的氮肥之一，含氮量是所有肥料类别中最高的，因此更适合需要更多氮肥的作物。从肥料行业的学术角度来看，尿素也被称为碳酰胺。它是碳氢化合物、氢和氧的有机化合物。为白色结晶，适用于各种土壤和作业。尿素作为肥料可以起到促进作物生长、促进作物在生长期新梢的发育、作为叶面肥施用，能为作物补充肥料的同时杀灭害虫的作用。根据卓创资讯，2022年我国尿素年度消费量5115万吨，同比增长3.75%，其中农业用肥需求占比53%，除农业用肥外，尿素还可以用于三聚氰胺、车用尿素、人造板的生产。

图：2018-2022年我国尿素消费量（万吨）



图：2022年我国尿素下游需求占比（%）



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

我国政策淘汰落后尿素产能

根据国家发改委于2023年6月发布的《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版）》的通知，我国结合工业重点领域产品能耗、规模体量、技术现状和改造潜力等，进一步拓展能效约束领域，在此前明确的炼油、煤制焦炭、煤制甲醇、电解铝等25个重点领域能效标杆水平和基准水平的基础上，增加乙二醇、尿素、钛白粉、粘胶短纤维等11个领域，原则上应在2026年底前完成技术改造或淘汰退出。

同时，根据我国工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版），我国尿素（汽轮机驱动）单位产品能耗基准水平为170千克标准煤/吨，标杆水平为150千克标准煤/吨，尿素（电机驱动）单位产品能耗基准水平为165千克标准煤/吨，标杆水平为138千克标准煤/吨。

图：工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版）

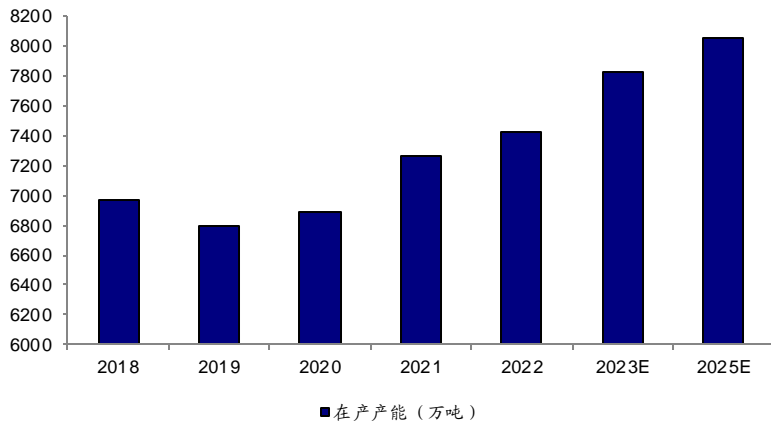
序号	国民经济行业分类及代码			重点领域		指标名称	指标单位	标杆水平	基准水平	参考标准
	大类	中类	小类 (2613)							
4	化学原料和化学制品制造业 (26)	基础化学原料制造 (261)	有机化学原料制造 (2614)	乙烯	石脑油烃类	综合能耗	吨/吨	590	640	GB 30250
						单位产品能耗	千克标准煤/吨	380	550	GB 31534
					对二甲苯	单位产品能耗	千克标准煤/吨	375	470	GB 32048
				★乙二醇	单位产品能耗	千克标准煤/吨	2300	2800	GB 21345 注：对粉矿采用烧结或焙烧工艺的，能耗数值增加700千克标准煤/吨。	
		基础化学原料制造 (261)	其他基础化学原料制造 (2619)	黄磷		单位产品综合能耗	千克标准煤/吨	1100	1350	GB 21344
				合成氨	非优质无烟块煤、强煤粉煤(数据无时粉煤、弱煤)	单位产品综合能耗	千克标准煤/吨	1200 1350 1550	1520 1350 1550	GB 21344
		氮肥制造 (2621)	尿素制造 (2621)	★尿素	汽轮机驱动	单位产品能耗	千克标准煤/吨	150	170	GB 32035
					电机驱动	单位产品能耗	千克标准煤/吨	138	165	
		磷酸制造 (2622)	磷酸一铵	传统法(粉状)	单位产品综合能耗	千克标准煤/吨	255	275		
				传统法(粉状)	单位产品综合能耗	千克标准煤/吨	240	260	GB 29138	
料浆法(粉状)	单位产品综合能耗			千克标准煤/吨	170	190				
料浆法(粉状)	单位产品综合能耗			千克标准煤/吨	165	185				
	磷酸二铵	传统法(粉状)	单位产品综合能耗	千克标准煤/吨	250	275	GB 29139			
传统法(粉状)		单位产品综合能耗	千克标准煤/吨	250	275					

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

行业产能不断扩张，未来竞争加剧

根据卓创资讯，我国尿素拟在建产能230万吨/年，预计于2024-2025年投产，截至2024年1月11日，我国尿素2023年新增产能630万吨/年，淘汰产能279万吨/年，在产产能7571万吨/年；同时，卓创资讯预计我国2025年新增尿素产能70万吨/年，在产产能7801万吨/年。

图：2018-2025E公司尿素行业在产产能情况（万吨）



表：2024E-2025E公司尿素行业新建产能情况（万吨）

企业	工艺路线	投产时间	产能 (万吨)	所在省份
开封晋开	煤制尿素	2024-12-31	80	河南省
河南延化	煤制尿素	2024-12-31	80	河南省
河北正元	煤制尿素	2025-06-30	70	河北省
总计			230	

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

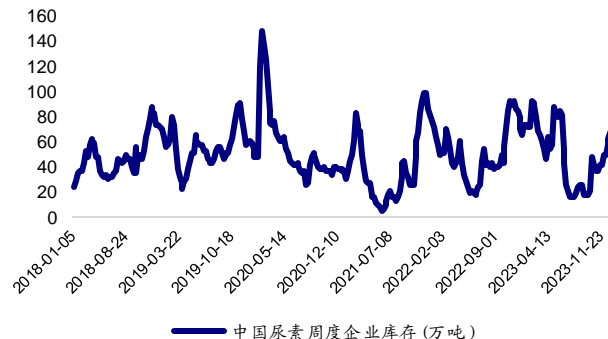
尿素价格波动，企业库存上涨

根据卓创资讯，截至2024年1月19日，尿素（华鲁恒升（小颗粒））价格2296.4元/吨，日环比上涨0.10%；12月均价2411.71元/吨，月环比下降3.08%。截至2024年1月25日，我国尿素周度企业库存60.4万吨，环比提升2.37%。本周国内尿素市场主流行情持续向下，交投氛围偏淡。供应端西南等部分检修装置陆续恢复，日产量增加趋势。需求端下游工业开工逐日降低，对原料尿素仅维持刚需采买，整体农业储备依旧谨慎为主。卓创资讯建议继续关注尿素装置恢复及下游心态变化。

图：我国尿素价格走势（元/吨）



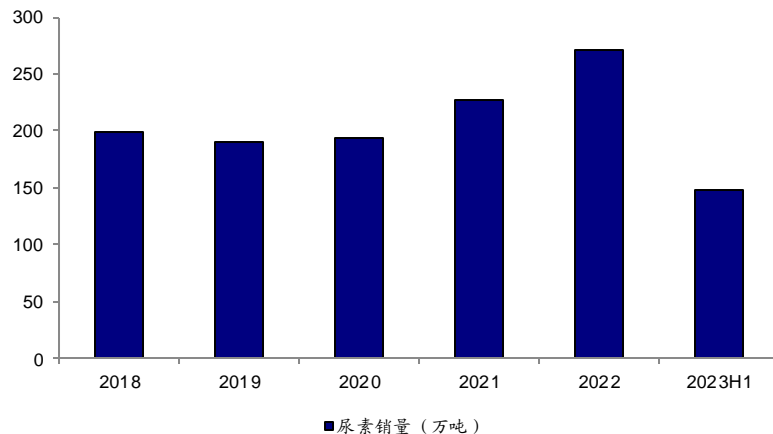
图：我国尿素周度企业库存情况（万吨）



公司尿素产能规模高，不断进行降本增效

公司2023前三季度尿素产能合计产能390万吨，其中河南基地产能260万吨（新建70万吨于2023年9-10月投产），江西基地产能80万吨、新疆基地产能50万吨，公司尿素单体规模全国最大。在销量上，公司2023H1实现尿素销量147.92万吨，同比增长13%，同时，随着公司河南新乡基地70万吨新增产能于2023年投产，预计公司2023年尿素销量进一步提高。公司不断进行降本增效，2022年公司以单吨合成氨消耗1175千克标准煤获得合成氨能效领跑企业称号。

图：公司2018-2023H1公司尿素销量（万吨）

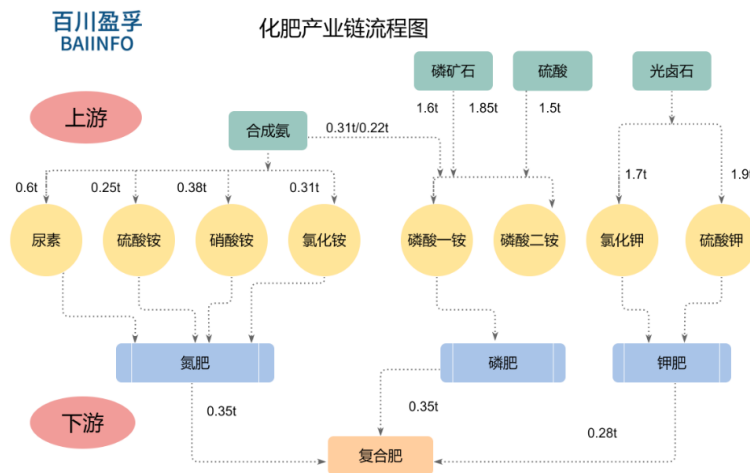


- 国内氮肥行业龙头，深耕行业数十载
- 尿素行业产能扩张，公司具备规模优势
- 复合肥产能扩张，销量不断提升
- 发展下游精细化工品，一头多尾柔性调节生产
- 分拆深冷能源独立上市，发展特种气体板块
- 盈利预测及风险提示

复合肥养分含量高，适用于多种农作物

复合肥是农业生产领域中常用的肥料，由氮、磷、钾三种营养元素由物理或化学方法制成。复合肥具有养分含量高、副成分少、结构均匀、节省储运费用和包装材料等特点。复合肥下游广泛用于大田作物和经济作物，行业的景气程度与种植业景气密切相关。根据智研资讯，复合肥产业链上游是煤炭、天然气、磷矿石、钾盐矿、盐湖等天然矿产资源加工行业，复合肥配比需要氮、磷、硫、钾等化学元素材料。我国国内煤炭、天然气、磷矿石等矿产资源相对丰富，但国内钾矿资源较少且盐湖禀赋较差，氯化钾及硫化钾市场比较依赖于海外进口，导致国内钾元素复合肥市场价格偏高。

图：复合肥产业链



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

复合肥品种多样，不同复合肥适用农作物及场景不同。根据惠农网，复合肥按照制造方法可以分为化成复合肥和混成复合肥，按营养元素分类可以分为二元复合肥、三元复合肥、多元复合肥，按营养存在形式分类可以分为硫酸钾型复合肥、氯化钾型复合肥、铵态氮型复合肥料、硝铵态氮型复合肥料等，按肥效时间长短可以分为普通复合肥、控释肥、缓控释肥等，按营养浓度含量分类可以分为高、中、低浓度复合肥。

表：常见四种复合肥介绍

品种	产品介绍	适用范围	施用方法
硝硫基复合肥	氮元素由硝酸铵提供，钾素的来源采用硫酸钾，或将氯化钾脱去氯离子制成的复合肥料。不含缩二脲，氯离子低于3%	旱田作物，尤其适宜喜硫忌氯作物或缺硫、盐碱性土壤	底肥或追肥
硫基复合肥	钾素的来源采用硫酸钾，或将氯化钾脱去氯离子制成的复合肥料，且氯离子的含量不能超过3%，否则就是氯基复合肥	各类土壤和各种作物	基肥、追肥、种肥和根外追肥
氯基复合肥	钾元素以氯化钾的形式存在，可分为单氯和双氯产品，单氯是指除钾元素是氯化钾形式外，氮元素为尿素等不含氯离子的制成，双氯是钾元素以氯化钾形式、氮元素以氯化氨的形式取得的复合肥	对氯敏感作物的产量和品质均有不良影响，严重降低该类经济作物的经济效益	基肥和追肥
尿基复合肥	氮元素以尿素的形式获得，尿基复合肥一般都是高氮产品，特别是氮元素含量20以上的复合肥，氯化氨和碳铵生产不出这么高的氮含量	在生产过程中容易产生缩二脲，作种肥时，应与种肥隔离	注意烧苗，施用时要深施覆土，防止氨的损失

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

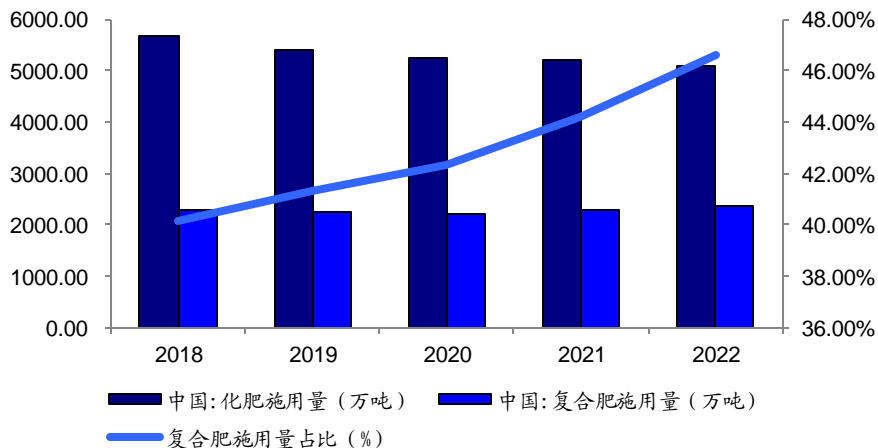
我国实施化肥减量增效政策。2022年年末，农业农村部印发《到2025年化肥减量化行动方案》和《到2025年化学农药减量化行动方案》，提出进一步减少化肥、化学农药施用总量。化肥方面，重点减少化肥用量，提高有机肥资源还田量、测土配方施肥覆盖率以及化肥利用率，即“一减三提”：

- 1) 进一步减少农用化肥施用总量。到2025年，氮、磷、钾和中微量元素等养分结构更加合理，全国农用化肥施用量实现稳中有降；
- 2) 进一步提高有机肥资源还田量。大力推进绿色种养循环农业试点，有机肥资源得到有效合理还田利用，到2025年有机肥施用面积占比增加5个百分点以上；
- 3) 进一步提高测土配方施肥覆盖率。持续推进农户调查、田间试验、制定配方等基础性工作，到2025年全国主要农作物测土配方施肥技术覆盖率稳定在90%以上；
- 4) 进一步提高化肥利用率。推广施肥新技术、新产品和新机具，全面提升科学施肥水平，到2025年全国三大粮食作物化肥利用率达到43%。

我国化肥施用量下降，复合肥施用量占比提升

根据WIND，2022年我国化肥施用量5079.2万吨，相比2016年下降905.21万吨；其中，2022年我国复合肥施用量2368.68万吨，施用量占比46.63%。2016-2022年，我国复合肥施用量占比不断提升，从36.88%提升至2022年46.63%。

图：2016-2022年我国化肥施用情况



降碳减排趋势下，我国复合肥向高效、绿色方向发展

根据中国化工报，我国当前农业面临不均衡施肥、过量施肥造成的持续环境压力，未来我国发展配方施肥、减肥增效的需求不断增加，化肥施用总量会不断下降，因此为农业生产提供更加高效、精准、绿色的化肥产品应成为行业高质量发展的重要课题。根据《我国绿色高效化肥产品创新与产业发展》，国外绿色高效化肥产品创新和产业化研究主要是从 20 世纪 60、70 年代开始的，代表性产品有包膜缓释肥料、生化抑制稳定性肥料、合成微溶脲醛肥料等。我国真正开始大量研究高效化肥产品是 20 世纪 90 年代以后的事情，尤其是进入 2000 年以后，包膜缓释肥料、包裹型肥料、稳定性肥料、脲醛肥料等在我国陆续实现产业化，并在农业生产中逐渐发挥重要作用。

表：我国已经实现产业化的绿色高效化肥产品的四大类型

肥料类型	技术	主要产品
包膜缓释肥料	以包膜技术方式，通过优化化肥养分的释放和供应模式来改善肥效	Luxacote 包裹性缓释肥料、热塑性树脂包衣缓释肥料、树脂包膜尿素、硫包衣尿素、肥料包裹型缓释肥料等
稳定性肥料	经过一定工艺向肥料中加入脲酶抑制剂和(或)硝化抑制剂，施入土壤后能通过脲酶抑制剂抑制尿素的水解，和(或)通过硝化抑制剂抑制铵态氮的硝化，使肥效期得到延长的一类含氮肥料(包括含氮的二元或三元肥料和单质氮肥)。	氢醌(HQ)、N-丁基硫代磷酸三胺(NBPT)、主双氰胺(DCD)、3,4-二甲基吡唑磷酸盐(DMPP)等
脲醛类肥料	尿素与醛类的缩合物	脲甲醛(UF)、异丁叉二脲(IBDU)、丁烯叉二脲(CDU)等，其中最常见的是脲甲醛(UF)
增值肥料	利用载体增效制肥技术，将微量高效生物活性增效载体与化学肥料科学配伍，通过综合调控“肥料-作物-土壤”系统改善肥效的一类高效产品(可简称为含微量有机生物活性增效载体的一类高效肥料)。	海藻酸增值复合肥料、锌腐酸增值尿素等

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

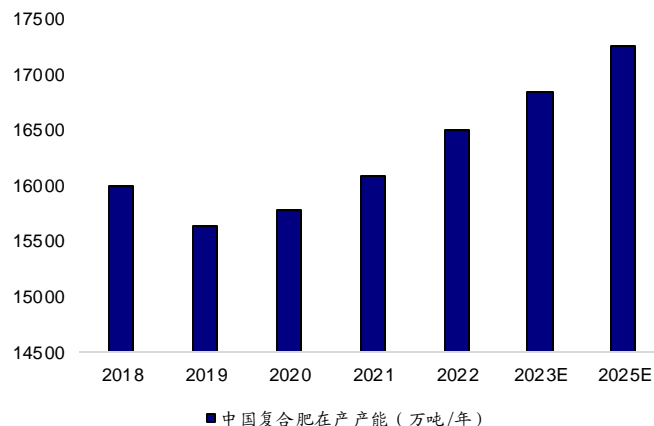
我国复合肥行业集中度有望提升

根据卓创资讯，我国复合肥产能利用率较低，2022年我国复合肥年度产能利用率为27.75%；同时，我国复合肥行业产能不断扩张，截至2024年1月11日，卓创资讯预计我国2023年复合肥新增产能355万吨/年，淘汰产能20万吨/年，2023年在产产能总计1.68亿吨；预计2025年我国新增产能200万吨/年，在产产能1.73亿吨。根据华经产业研究院，目前国内复合肥市场竞争异常激烈，传统复合肥产能过剩，在建和拟建复合肥项目不断增加。随着国家对粮食生产提出新的要求、化肥行业优惠政策支持力度的减弱、环保政策的陆续出台，生产成本高、技术落后、污染严重的企业会被淘汰，企业向规模化发展会是必然，行业产能集中度有望提升。

图：我国复合肥拟在建产能情况

企业	产能（千吨/年）	所在省份
嘉施利（应城）	1000	湖北省
嘉施利（宜城）	600	湖北省
湖北宜化	500	湖北省
广西贵港史丹利	500	广西壮族自治区
甘肃能化金昌能源	500	甘肃省
河南鑫恒丰肥业	400	河南省
广东凯米瑞	250	广东省
甘肃刘化	200	甘肃省
黑龙江华鹤	200	黑龙江省
总计	4150	

图：2018-2025E我国复合肥产能情况



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

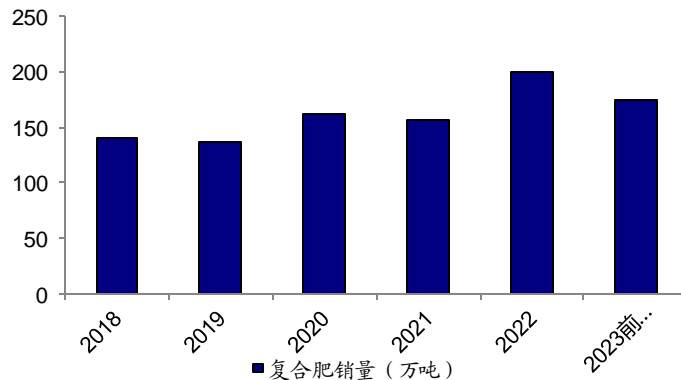
公司复合肥销量不断增长

在大基地上，公司河南、江西、新疆分别有复合肥产能210万吨、45万吨、75万吨；在小基地上，公司甘肃小基地（一期）具备高塔复合肥产能14万吨、水溶肥产能3万吨、液体肥产能1万吨，东北小基地（一期在建）具备复合肥产能55万吨。同时，公司广西贵港建设复合肥一期项目正在有序建设中。在销量上，公司2023年前三季度复合肥销量约175万吨，同比增长15%，2022年公司实现复合肥销量约199万吨，同比增长26.75%，2018-2022年公司复合肥销量年复合增长率达到9.30%。

表：公司复合肥产能情况（万吨）

大基地		
基地	产能（万吨）	在建产能（万吨）
河南基地	210	-
江西基地	45	-
新疆基地	75	-
小基地		
基地	产能（万吨）	在建产能（万吨）
东北葫芦岛	-	55
广西金昌	-	30
甘肃金昌	18（包括3万吨水溶肥+1万吨液体肥）	-

图：2018年-2023H1公司复合肥销量情况（万吨）



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

打造四大品牌，提升复合肥市场竞争力

公司积极相应国家“减肥增效”、“测土配方施肥”发展战略，在行业内率先提出“中国高效肥倡导者”品牌定位，与中国科学院等科研单位共同研发推广高效肥产品，实现差异化、精细化肥料产品布局。根据公司官网，公司根据市场的差异化需求，细分市场做好品牌的区分管理，实施多品牌发展战略，目前主要有心连心、手拉手、沃利沃、双心四大品牌。

图：公司主要肥料品牌情况



心连心：中国高效肥倡导者

定位：中高端品牌。

公司主品牌，以“腐植酸、控失、作物专用肥、高塔硝硫基、水溶肥”为重点高效肥品类。



手拉手：你我手拉手 丰收遍神州

定位：中端品牌。

以大田产品为主，重点打造样板市场。



沃利沃：施肥沃利沃 土壤更肥沃

定位：高端品牌。

专注于海藻酸等新型高端肥料的开发与推广，产品涵盖海藻酸、稳定性、全水溶腐植酸、长效控失、高塔硝硫基、高塔尿基、增效型等系列产品。



双心：大品牌 有保证

定位：电商品牌。

集中线上销售与终端配肥站。

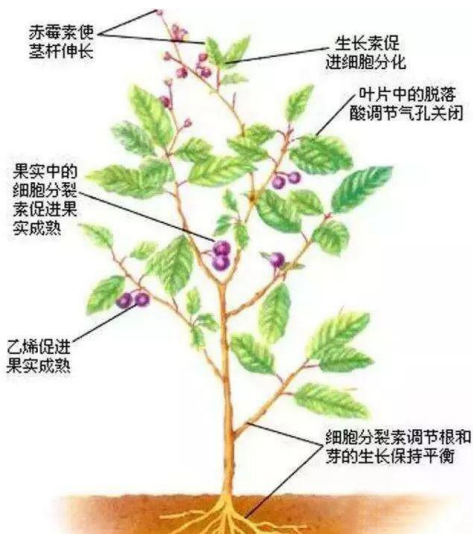


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

发展新型海藻肥，提升产品竞争力

海藻肥是一种使用海洋褐藻类生产加工或者再配上一定数量的氮磷钾以及中微量元素加工出来的一种肥料。海藻肥具有多种形态，市场上主要以液体跟粉末为主。海洋褐藻中含有细胞激动素、生长素、赤霉素、脱落酸、甜菜碱、乙烯等活性物质，具有促进植物生长、根系发育以及提高光合作用等功效，是一种生态环保高效的新型肥料。公司沃利沃品牌定位高端肥料，具体产品包括海藻酸。

图：海藻肥主要功效



图：公司沃利沃品牌主要产品



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

公司不断提升农化服务质量，提供全方位服务

公司重视农化服务，走在农化服务领域的前沿，心连心农化服务中心创建于2000年，基层服务网点辐射全国，并配套售前、售中、售后全方位服务，长期深入农村一线，传播科学种田理念，宣传测土配肥知识。为加快推广高效肥料，把科学施肥落到实处，探索建立具有心连心特色的营销服务体系，打造“研、产、供、销”一体化服务平台。公司加强集“智能配肥站+化验室+营销大数据平台”为一体的高效农业服务中心建设，从测土化验开始，到专家配方、精准施肥、种植指导，通过对当地土壤和作物的深入研究，为农户提供精准服务。

图：公司农化服务情况



建立试验示范田，组织现场观摩会

与各地土肥部门结合，对市场上的农业种植大户、科技示范户、重点户为其免费测土，进行专业的指导和培训。在收获季节，组织周围的农户前来参观，通过现场肥效的对比，充分发挥榜样的力量，使广大农民朋友接受测土配方施肥技术，大户带动小户。



建立科技示范村，以点带面普及高效肥

公司在全国建立多个示范村，通过示范村的推广，让更多的农民意识到高效肥的好处，以点带面，让周围的村镇都用上高效肥，逐步普及高效肥的大面积使用。



组织示范户来厂参观，观摩培训一体化

组织示范户到公司参观，了解配方的生产经营情况，并利用多媒体教学形式对农民面对面进行培训，讲解肥料的鉴别、化肥科学施用技术，把一部分感兴趣的农民朋友培养成测土配方施肥技术的宣传员。



融合移动应用，打造线上农技服务平台

心农服平台借助移动应用、大数据信息化技术，围绕着一线业务人员、种植大户、终端用户等需求，从农学堂、专家问答、土库和植保方案等方面挖掘前端资源需求，后端快速响应。同时通过心农服打通终端投建的服务中心化验室功能和公司后台土壤检测、专家推荐配方的流程全链通。

- ▶国内氮肥行业龙头，深耕行业数十载
- ▶尿素行业产能扩张，公司具备规模优势
- ▶复合肥产能扩张，销量不断提升
- ▶发展下游精细化工品，一头多尾柔性调节生产
- ▶分拆深冷能源独立上市，发展特种气体板块
- ▶盈利预测及风险提示

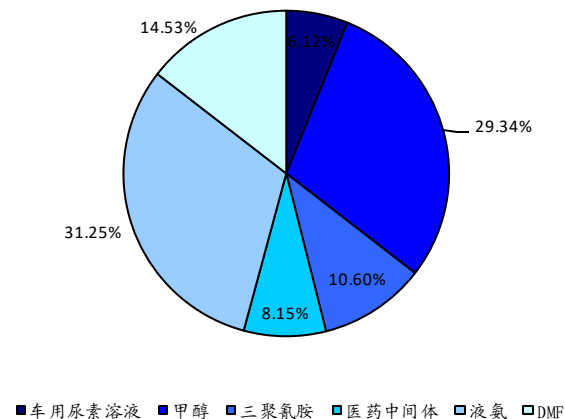
公司采用“一头多尾”模式，柔性调节多种化工品的生产

公司化工产品主要包括甲醇、二甲醚、液氨、车用尿素等，公司强化一头多尾柔性生产，提高效率，充分发挥合成气低成本的优势，向下游化工产品延伸，提高能源资源综合利用效率，增强产品链的竞争优势，快速推动产业链转型升级。在收入占比上，根据公司公告，2023年前三季度甲醇产品在公司化工品收入中占比最大，其次是液氨。

表：公司各个基地化工产品分布及产能情况（截至2023年三季度）

产品	基地	产能（万吨）	在建产能（万吨）
甲醇	河南基地	33	
	江西基地	60（改造）	
	新疆基地	15	
二甲醚	河南基地	10	
	江西基地	20	
车用尿素溶液	河南基地	100	
	江西基地	40	
	新疆基地	10	
DMF	江西基地	20	10
三聚氰胺	新疆基地	12	32
聚甲醛	新疆基地		6
糠醇	河南基地	6	

图：2023前三季度公司各类化工产品收入占比（%）

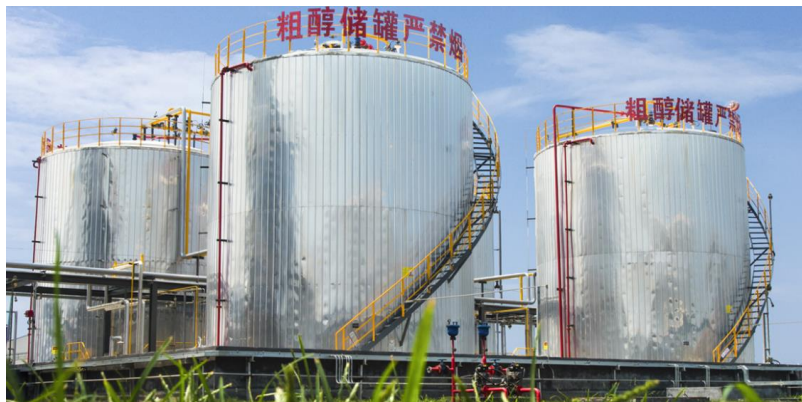


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

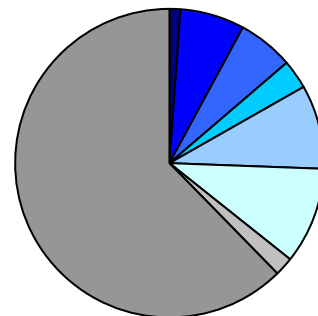
甲醇：基础有机化工原料，公司具备能耗优势

甲醇（ CH_3OH ），是结构最为简单的饱和一元醇，又称“木醇”或“木精”，是无色有酒精气味易挥发的液体。甲醇用途广泛，是基础的有机化工原料，主要应用于烯烃、甲醛、二甲醚、MTBE、醋酸、精细化工等多种有机产品，也是农药、医药的重要原料之一。作为清洁能源，甲醇在汽车、船舶、锅炉燃料等新兴领域应用逐年增加。公司甲醇采用低压甲醇合成和精馏技术，既可生产GB338-2011 优等品精甲醇，又可生产美国O-M-232KAA级精甲醇，同时实现无含醇污水排放，以及采用联醇生产工艺，产品质量稳定。2022年，公司以1269千克标准/吨产品获得全国甲醇能耗领跑者标杆企业荣誉。

图：公司甲醇装置



图：2022年我国甲醇下游消费占比（%）



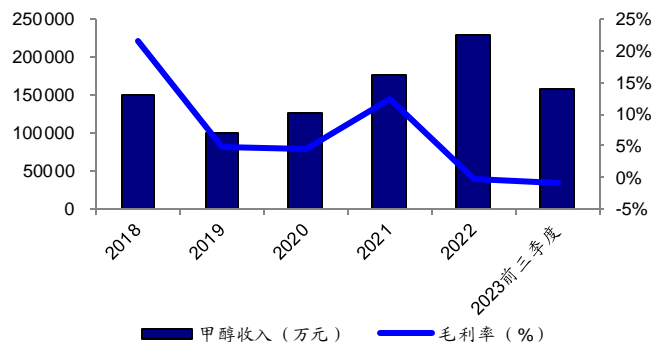
■ DMF ■ MTBE ■ 醋酸 ■ 二甲醚 ■ 甲醇汽油 ■ 甲醛 ■ 甲烷氯化物 ■ 烯烃

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

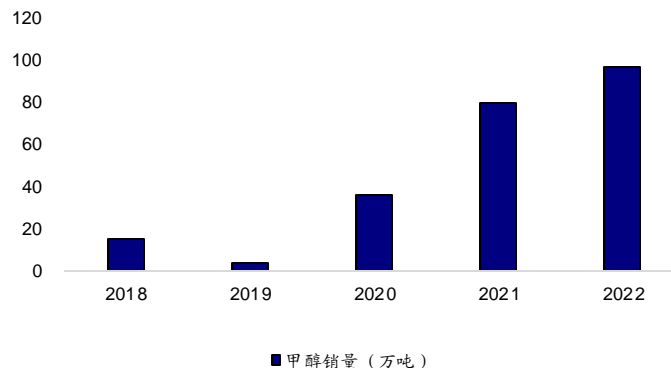
甲醇：产品销量不断增长

根据公司2023年三季报，2023年前三季度公司甲醇销售收入同比下降约人民币1.55亿元或9%至约人民币15.81亿元。减少原因主要是公司甲醇平均售价同比减少9%所致。受市场供应宽松、需求复苏不及预期、原料成本支撑有限等因素影响，导致甲醇价格震荡回落。但随著煤炭价格逐渐回归高位，第三季度甲醇价格环比降幅收窄。2023年前三季度，公司利用柔性调节，通过进行醇改氨以压缩自产甲醇产量同比减少28%，同时，不断加强产品链延伸，如DMF、二甲醚等产品，进一步提升甲醇消耗能力。

图：2018-2023前三季度公司甲醇收入（万元）及毛利率（%）



图：2018-2022公司甲醇销量（万吨）

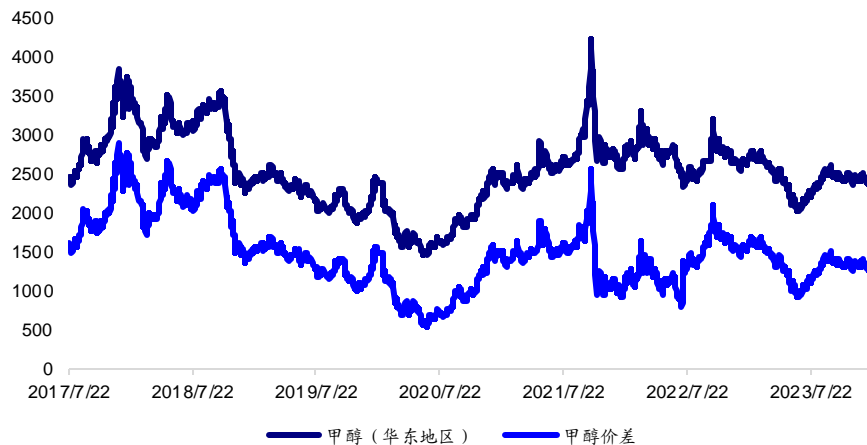


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

甲醇：供增需减，市场需求整体偏弱

根据百川盈孚，截至2024年1月19日，甲醇（华东地区）价格2450元/吨，日环比下降0.20%，价差1345元/吨，日环比上涨0.37%。根据卓创资讯，在供给方面，近期厂家开工稳定，贸易商持货有限，市场供给量相对稳定；在需求方面，下游开工相对平稳，但考虑到下游多企业库存偏高，采购积极性整体一般，故需求整体偏弱；心态方面，市场心态僵持。

图：截至2024年1月19日甲醇价格价差走势图（元/吨）



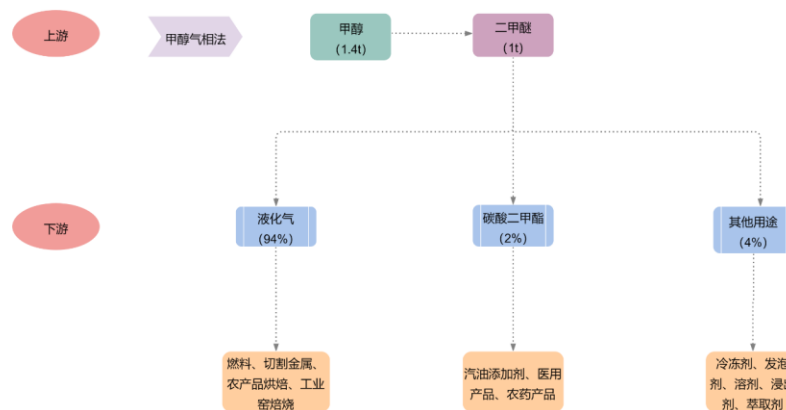
二甲醚：甲醇下游产品，公司采用“两步法”工艺

二甲醚又称甲醚，简称DME。二甲醚在常温常压下是一种无色气体或压缩液体，具有轻微醚香味，属于清洁能源。产品等级主要有燃料级（99%）、气雾剂级（99.9%）、化妆品级（99.99%）。目前国内主要用在民用燃气、工业锅炉、商业餐饮等领域使用。公司二甲醚主要采用“两步法”工艺，节能效果更为显著，同时，公司采用YTL-1型特种甲醇催水催化剂，行业节能效益和经济效益显著。在营销上，公司建立华东、华南、华北、西南等四大营销服务中心，营销、物流一体化、专业化、快速服务市场。在产能上，截至2023年三季度报，公司河南基地二甲醚产能10万吨/年，江西基地二甲醚产能20万吨/年。

图：公司二甲醚储罐



图：二甲醚产业链结构图

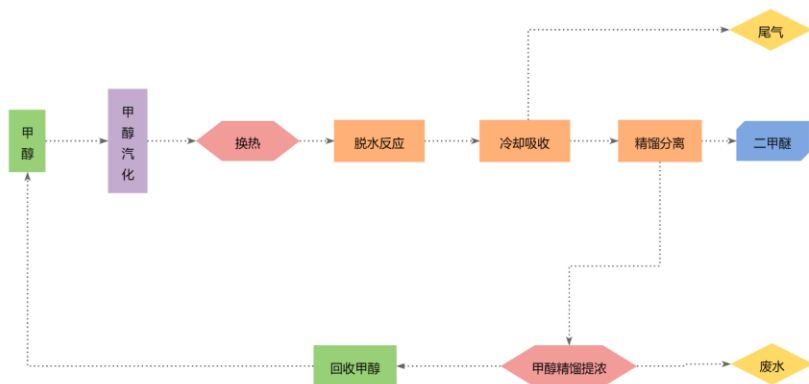


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

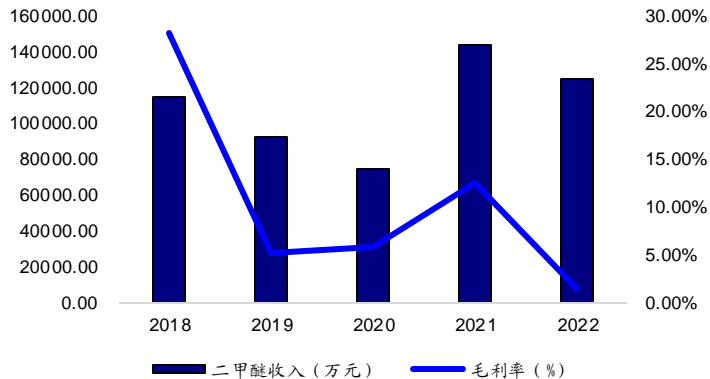
二甲醚：公司柔性调节甲醇、二甲醚生产

甲醇为二甲醚主要生产原料，根据百川盈孚，在甲醇气相法下，每生产一吨二甲醚需要1.4吨原料甲醇。公司柔性调节甲醇和二甲醚生产，2022年，公司二甲醚实现销售收入约人民币12.45亿元，同比下降13%，主要是由于销量同比下降约20%所致。销量下降的主要原因是由于疫情反复，终端需求偏弱，影响本集团二甲醚产量同比下降。而部分被平均售价上升约8%所抵销。2022年公司二甲醚产品毛利率1.5%，同比下滑10.4pct，主要由于受低需求与高成本的双重挤压，导致二甲醚的销售货物成本同比增加约21%。

图：二甲醚生产流程图



图：二甲醚营业收入（万元）及增速（%）

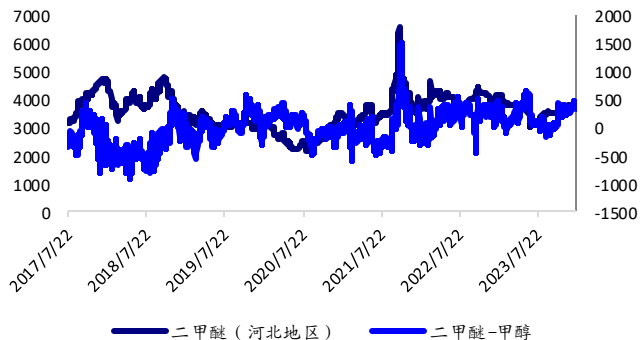


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

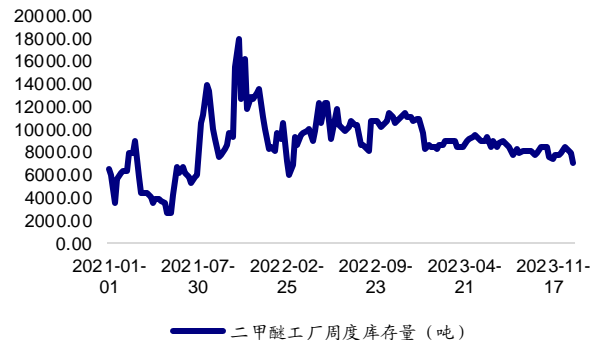
二甲醚：价差不断修复

根据百川盈孚，截至2024年1月19日，我国二甲醚（河北地区）均价3800元/吨，日环比持平，相比2023年8月21日上涨10.79%，12月均价3768.71元/吨，月环比上涨0.95%；截至2024年1月19日，二甲醚-甲醇价差345.5元/吨，相比2023年8月21日上涨285.4元/吨，12月均差311.03元/吨，环比上涨9.88%。截至2024年1月26日，我国二甲醚工厂周度库存量为5800吨。根据百川盈孚，目前区域内厂家暂无调价计划，市场整体产销氛围一般，业者谨慎入市，目前虽临近年底，但下游暂无明显补货行为，区域内交投清淡，百川盈孚预计今日二甲醚市场价格整理运行为主，未来还需多关注上下游市场动态以及装置检修等情况。

图：二甲醚价格及价差走势图（元/吨）



图：二甲醚工厂周度库存情况（吨）

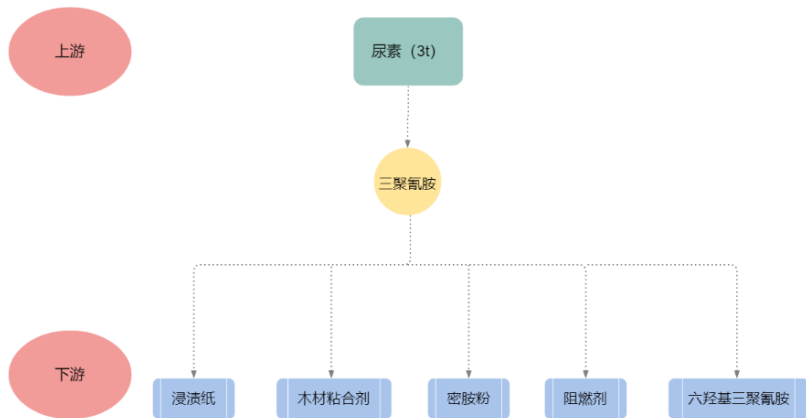


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

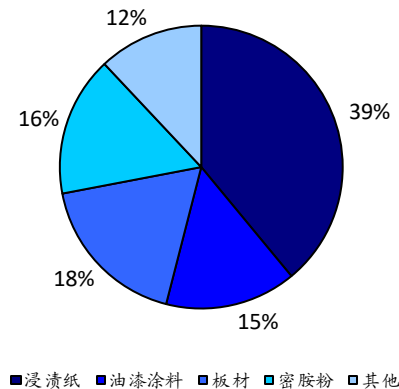
三聚氰胺：以尿素为原料，下游应用领域广泛

三聚氰胺又名蜜胺、蛋白精，学名三氨三嗪，是一种三嗪类含氮杂环有机化合物，被用作化工原料，是一种以尿素为原料的重要的氮杂环有机化工中间体，根据百川盈孚，每吨三聚氰胺需要三吨尿素；三聚氰胺可广泛用于木材加工、塑料、涂料、减水剂、造纸、粘合剂、纺织、皮革、电器、医药、阻燃剂等行业。公司三聚氰胺采用意大利欧技高压非催化法第四代现金工艺技术，综合能耗比欧技第三代技术降低30%-40%，实现安全环保排放标准，产品远销欧美等20多个国家和地区。在产能上，根据公司2023年三季度报，公司新疆基地拥有三聚氰胺产能12万吨/年。

图：三聚氰胺产业链



图：2022我国三聚氰胺消费结构

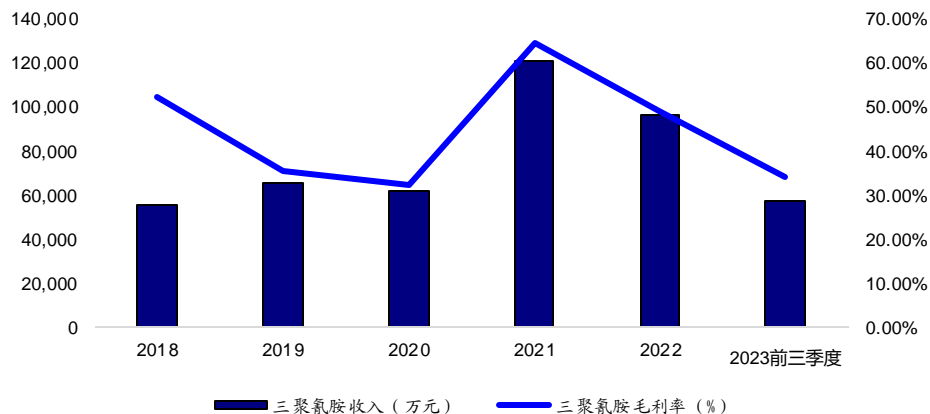


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

三聚氰胺：毛利率在化工板块中最高，新建32万吨产能

2023年前三季度公司三聚氰胺销售收入同比下降29%至约人民币5.71亿元。这主要是由于公司三聚氰胺的平均售价和销量分别同比下跌约25%和5%所致。上半年国内市场产能过剩，需求疲软，海外市场需求收缩，出口承压，影响三聚氰胺价格下行。但进入第三季度，随着原料尿素价格平稳回升，支撑三聚氰胺价格单季环比增长9%。在新建项目上，公司新疆心连心化学工业有限公司化工新材料项目（一期）项目建设三聚氰胺32万吨/年，预计2025年投产。

图：2018-2023前三季度公司三聚氰胺收入（万元）及毛利率（%）

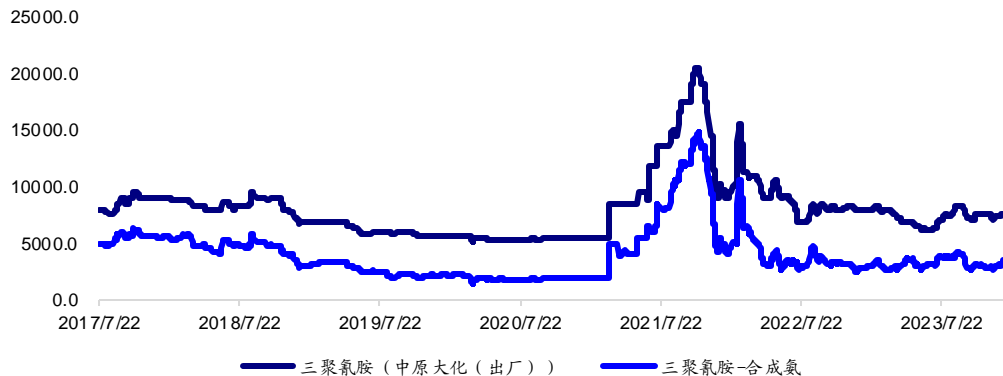


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

三聚氰胺：需求增长较为有限，市场盘稳运行

根据卓创资讯，截至2024年1月19日，我国三聚氰胺（中原大化，出厂价）7250元/吨，日环比持平，12月均价7359.68元/吨，月环比下降3.16%；截至2024年1月19日，我国三聚氰胺-合成氨价差3692.85元/吨，日环比下降0.42%，12月均差2957.17元/吨，月环比提升1.77%，月同比提升7.44%。根据卓创资讯，从供应方面看，下周部分企业装置计划停车检修，也有部分企业装置将恢复生产，开工负荷率或仍在七成附近小幅波动，供应相对稳定，但由于厂家多有不同程度待发订单，因此三聚氰胺库存压力较小。从需求方面看，下周虽刚需有限，但尚处于下游集中储备阶段，故需求将持续存在，成交仍显温和。卓创资讯认为短时间内三聚氰胺市场利多利空因素博弈，或持续维稳，实际交投灵活可谈。

图：三聚氰胺价格价差走势图（元/吨）

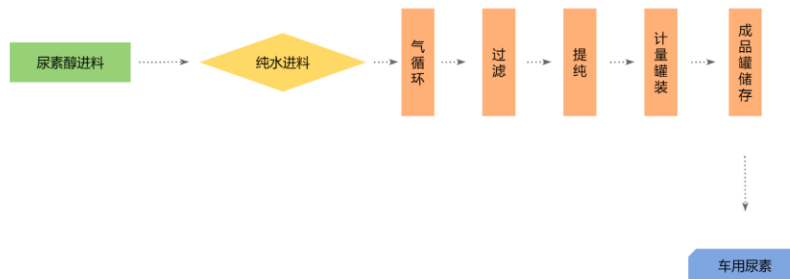


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

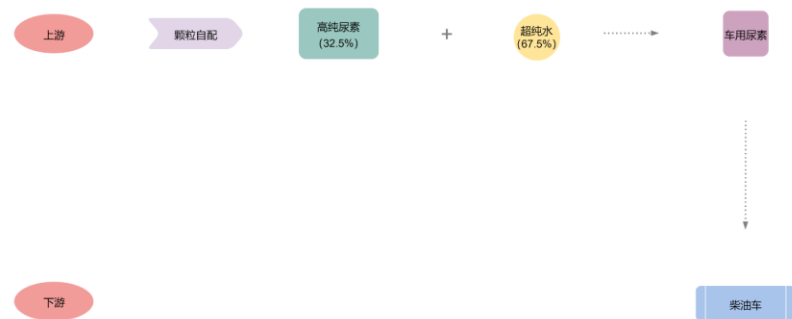
车用尿素溶液：公司推出优质高纯车用尿素原料

车用尿素是SCR（Selective Catalytic Reduction Technology）方案的必需添加剂。SCR方案在IV柴油车尾气排放处理系统中具有明显优势，随着柴油车国四排放标准被各城市逐步推行，车用尿素的需求或现井喷。车用尿素是重型柴油车达到国四排放标准的必备产品。车用尿素是指尿素浓度为32.5%且溶剂为超纯水的尿素水溶液，原料为车用尿素专用原料和超纯水。公司积极响应国家“蓝天计划”，推出优质高纯车用尿素专用原料，成功建成具有自主知识产权的超高纯车用尿素生产线，产品专供车用尿素溶液生产使用，无需提纯，大幅降低车用尿素溶液生产企业成本，主要产品系列有心连心海蓝、心连心天蓝和心连心梦蓝。

图：车用尿素生产工艺



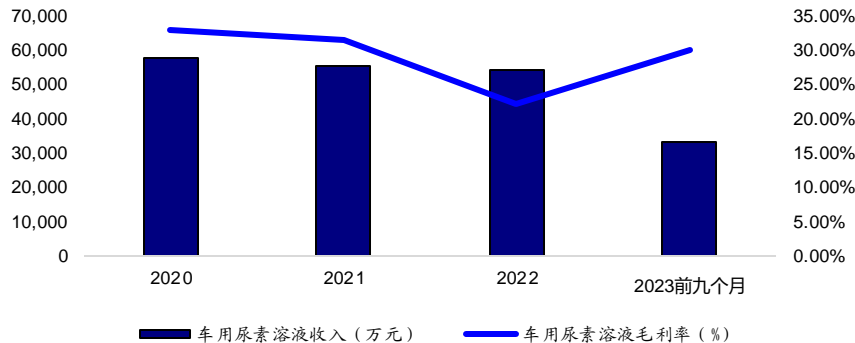
图：车用尿素产业链



车用尿素溶液：公司产品设计产能在行业内占比较高

公司2023年前三季度实现车用尿素溶液销售收入3.3亿元，同比下降21%，这主要是由于公司车用尿素溶液的平均售价和销量分别同比减少约6%及16%。为确保产品利润最大化，公司主动放弃低利润订单，降低车用尿素溶液产量同比下降22%，影响销量下滑。公司2023年前三季度车用尿素溶液毛利率为30%，同比增加约7.7pct，主要由于原料价格下滑，车用尿素溶液生产成本降幅高于售价的降幅。根据百川盈孚，目前我国车用尿素颗粒行业设计产能831万吨，其中河南心连心化学工业集团股份有限公司设计产能160万吨、九江心连心蓝色环保科技有限公司40万吨、新疆心连心能源化工有限公司设计产能5万吨，心连心集团合计设计产能行业占比24.67%。

图：2020-2023年前九个月公司车用尿素溶液收入（万元）及毛利率（%）



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

车用尿素溶液：市场氛围弱势延续，短期价格小幅震荡

根据百川盈孚，截至2024年1月19日，车用尿素（九江心连心）价格2350元/吨，日环比持平，12月均价2500.97元/吨，月环比下降3.52%；车用尿素（河南心连心化工）价格2280元/吨，日环比持平，12月均价2448.71元/吨，月环比下降3.49%。目前车用尿素市场氛围弱势延续，行情低迷，需求疲软，市场缺乏利好支撑，在新的利好出现之前，车用尿素价格仍有下降空间，预计短期车用尿素市场缓慢下滑整理。长期来看，供应充足，仍需要多关注出口方面。车用尿素液体方面，需求面有继续下滑态势，上游颗粒厂家仍以销定产，供应宽松，短期价格跟随尿素小幅震荡。

图：心连心车用尿素价格走势图（元/吨）

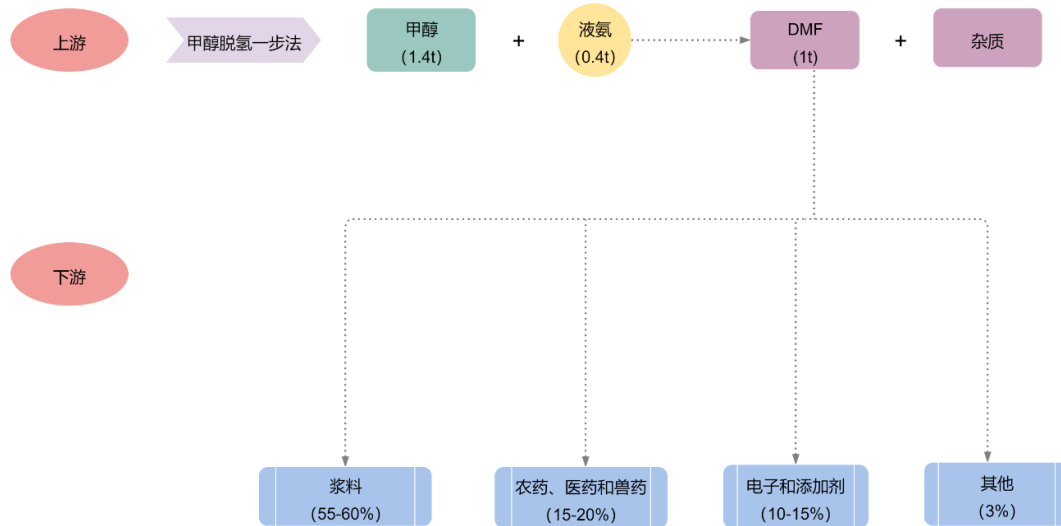


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

DMF：公司建设项目进展顺利

根据百川盈孚，DMF主要用于皮革、鞋类和纺织品的生产、储存、运输等过程的杀菌和防霉等；食品、粮食、果蔬、饲料和烟草的防霉和保鲜等；另外，有些工厂会将DMF喷洒在产品或包装上用于杀菌和防霉，然后出口到欧盟国家。在产能上，2022年8月公司江西九江一期年产10万吨DMF项目成功投产，2023年1月二期年产10万吨DMF项目成功投产，截至2023年三季度，公司江西基地拥有20万吨DMF产能。

图：DMF产业链

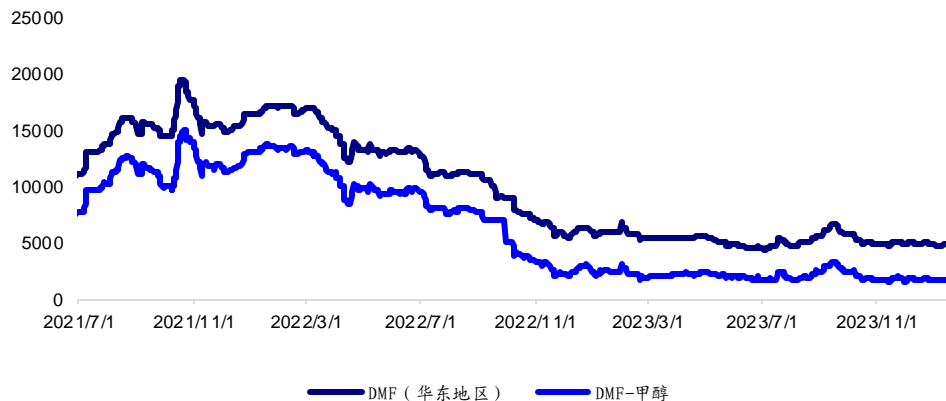


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

DMF: 市场交投情况尚可, 市场价格持稳运行

根据百川盈孚, 截至2024年1月19日, DMF(华东地区)价格4740元/吨, 日环比下降1.25%, 12月均价4946.77元/吨, 月环比下降0.07%, 同比下降17.84%; 截至2024年1月19日, DMF-甲醇价差1555元/吨, 日环比下降4.10%, 12月均差1758.84元/吨, 月环比下降0.57%, 月同比下降32.20%。近期DMF市场价格持稳观望为主, 目前低价情况下厂家出货情况尚可, 但春节临近, 随着下游陆续离场, 场内支撑或仍显不足, 百川盈孚预计短期国内DMF市场价格弱稳运行为主, 幅度在0-150元/吨。后续走势需关注各地区开工情况、库存情况以及下游需求情况, 谨慎操作。

图: DMF价格价差走势图(元/吨)



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

- ▶国内氮肥行业龙头，深耕行业数十载
- ▶尿素行业产能扩张，公司具备规模优势
- ▶复合肥产能扩张，销量不断提升
- ▶发展下游精细化工品，一头多尾柔性调节生产
- ▶分拆深冷能源独立上市，发展特种气体板块
- ▶盈利预测及风险提示

分拆深冷能源单独上市，发展特种气体业务

公司分拆河南心连心深冷能源股份有限公司于新三板单独上市，发展特种气体业务。深冷能源旗下拥有新疆深冷气体有限公司、江西深冷气体有限公司、河南深冷气体有限公司、赛可特气体技术（上海）有限公司四家100%全资子公司，河南金大地深冷气体有限公司51%控股子公司。在产品上，公司气体产品包括大宗气体和特种气体，其中大宗气体主要用于切割气、原料气、保护气等，特种气体主要用于化学气相沉积、离子注入、光刻胶印刷等领域。

图：深冷能源股权结构图



表：深冷能源主要气体产品情况

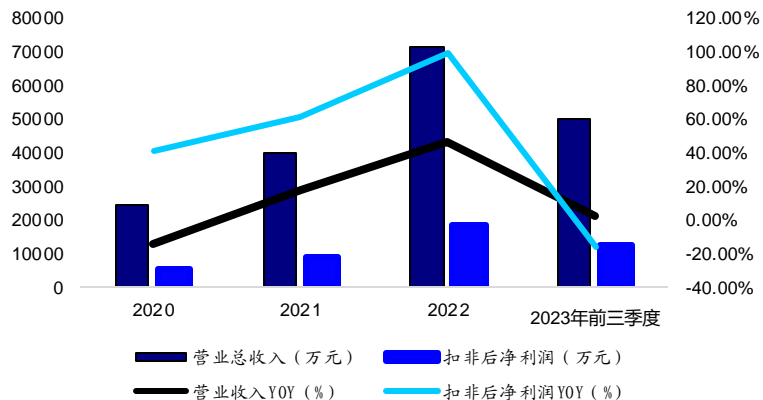
产品	所属细分行业	用途	下游主要应用	运输与存储方式	主要上游原料	主要下游应用领域	产品价格的影响因素
大宗气体	其他基础化学原料制造	切割气、原料气、保护气、载体等	干冰、化工、油田注井驱油等几个领域	运输：专用危化品运输车和管道输送 存储方式：钢瓶及专用容器	空气、含气体组分的尾气	高端装备制造、食品、冶金、化工、机械制造等	包装物和物流成本；原材料价格波动；产品市场需求量等
特种气体	电子专用材料制造	化学气相沉积、离子注入、光刻胶印刷、扩散等	电子业工、医疗、环保等领域，其中电子行业约占41%	运输：专用危化品运输车和管道输送 存储方式：钢瓶及专用容器	含特种气体元素的化学品及物料、含气体组分的尾气	集成电路、液晶面板、LED、光纤通信等	生产工艺的复杂性；包装物和物流成本；产品市场需求量等

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

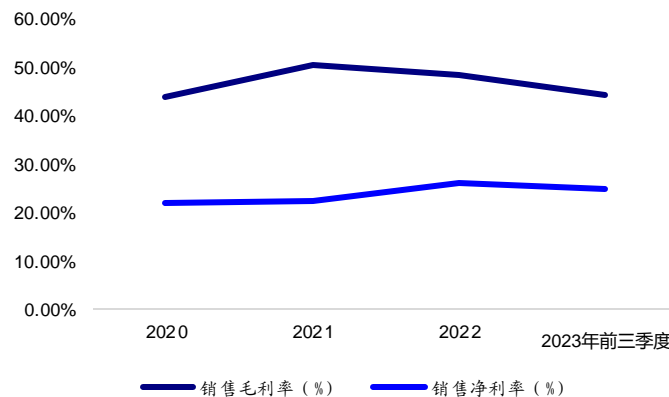
营业收入持续增长，利润率有所波动

根据WIND，公司2020-2023年前三季度分别实现营业收入2.42亿元、3.99亿元、7.12亿元、5.03亿元，分别同比-13.78%、+18.38%、+46.09%、+2.21%，2023年收入增长主要由于依托公司产能及多基地布局优势，抢抓机遇，积极开拓新客户，二氧化碳及空分液体销量增加；扣非后净利润0.51亿元、0.90亿元、1.86亿元、1.26亿元，分别同比+36.23%、+75.76%、+105.79%、-15.05%，利润水平下降主要是受稀有气体产品市场波动影响，稀有气体售价下降导致利润较同期下降。公司2023年前三季度实现毛利率44.19%，相比2022年年末下降4.44pct，实现净利率24.97%，相比2022年年末下降1.32pct。

图：2020-2023前三季度公司营业收入及扣非后净利润情况



图：2020-2023前三季度公司销售毛利率与销售净利率 (%)



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

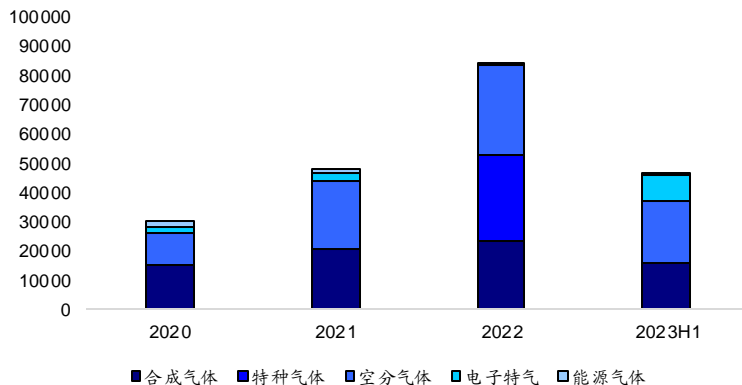
产品种类丰富，空分项目产能20.5万Nm³/h

受双碳政策影响，国内二氧化碳产能不断攀升，市场竞争加剧，公司研发在深耕二氧化碳产品的同时，持续加大对高端电子特种气体的研发投入，助力公司产品多元化布局，提升盈利能力，2022年公司新增高纯氦、高纯氙以及超纯氧等特气产品。分板块看，公司空分气体营业收入最高，2022年营业收入达到3.06亿元，同比增长33.78%；特种气体板块毛利率最高，2022年毛利率为53.14%。

表：截至2022年公司主要产品产能情况

产能项目	设计产能
空分项目	20.5万 Nm ³ /h
二氧化碳项目	118万吨
氦气	6200方
氙气	550方

图：2020-2023H1公司各个板块收入情况



- ▶国内氮肥行业龙头，深耕行业数十载
- ▶尿素行业产能扩张，公司具备规模优势
- ▶复合肥产能扩张，销量不断提升
- ▶发展下游精细化工品，一头多尾柔性调节生产
- ▶分拆深冷能源独立上市，发展特种气体板块
- ▶盈利预测及风险提示

我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为11.67、14.36和17.60亿元，对应EPS分别为0.96、1.18、1.44元。结合可比公司估值及AH股估值差异，给予公司2024年4.02倍PE，对应目标价4.74元，按照港元兑人民币0.92汇率计算，对应目标价为5.16港币（上期目标价5.16港币，基于2023年5倍PE，维持），维持“优于大市”评级。

表：可比公司估值

公司名称	股票代码	股价（元）	EPS（元/股）			PE（倍）		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
华鲁恒升	600426.SH	25.28	2.96	2.06	2.87	8.54	12.27	8.81
新洋丰	000902.SZ	10.74	1.00	1.03	1.25	10.74	10.43	8.59
平均值						9.64	11.35	8.70

注：股价为2024年1月29日收盘价，每股收益均为WIND一致预期

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

- 原材料价格波动
- 下游需求不及预期
- 在建项目进度不及预期
- 宏观经济波动

财务报表分析和预测



利润表	2022	2023	2024	2025
营业总收入	23,162	22,904	25,567	28,387
营业成本	18,723	18,664	20,637	22,815
销售费用	529	684	764	792
管理费用	1,072	1,141	1,223	1,358
财务费用	626	495	486	408
营业利润	2,762	2,415	2,943	3,421
利润总额	2,181	1,925	2,461	3,018
所得税	372	327	468	573
净利润	1,808	1,598	1,994	2,445
少数股东损益	482	432	558	684
归属母公司净利润	1,326	1,167	1,436	1,760
EBITDA	4,170	3,461	4,037	4,523
EPS (元)	1.08	0.96	1.18	1.44

现金流量表	2022	2023	2024	2025
经营活动现金流	4,383	2,978	3,139	3,950
净利润	1,326	1,167	1,436	1,760
折旧摊销	1,418	1,046	1,094	1,102
少数股东权益	482	432	558	684
营运资金变动及其他	1,157	333	51	403
投资活动现金流	-3,724	-2,495	-1,497	-998
资本支出	-3,770	-2,500	-1,500	-1,000
其他投资	46	5	3	2
筹资活动现金流	-82	-453	-1,642	-2,952
借款增加	773	158	-999	-2,362
普通股增加	298	0	0	0
已付股利	-243	-611	-643	-591
其他	-910	0	0	0
现金净增加额	577	30	0	0

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为2024年1月29日；（2）以上各表均为简表

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

财务报表分析和预测



资产负债表	2022	2023	2024	2025
流动资产	6,231	8,303	8,695	9,192
现金	1,470	1,500	1,500	1,500
应收账款	1,020	1,755	1,960	2,177
存货	1,699	2,070	2,230	2,337
其他	2,042	2,978	3,005	3,179
非流动资产	21,636	23,090	23,496	23,394
固定资产	19,458	20,922	21,339	21,247
无形资产	364	353	343	332
租金按金				
使用权资产				
其他	1,814	1,814	1,814	1,814
资产总计	27,867	31,393	32,191	32,586
流动负债	10,541	12,054	10,669	8,453
短期借款	5,856	5,514	4,214	1,553
应付账款	1,142	1,923	1,835	1,833
其他	3,543	4,618	4,619	5,068
非流动负债	7,759	8,259	8,559	8,859
长期借款	6,828	7,328	7,628	7,928
租赁负债				
其他	930	930	930	930
负债合计	18,299	20,313	19,227	17,312
少数股东权益	2,682	3,113	3,671	4,356
股本	1,493	1,493	1,493	1,493
留存收益和资本公积	5,393	6,474	7,799	9,425
归属母公司股东权益	6,886	7,967	9,292	10,918
负债和股东权益	27,867	31,393	32,191	32,586

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为2024年1月29日；（2）以上各表均为简表

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

Summary

- 1. Domestic nitrogen fertiliser industry leader, the first in the country in terms of urea production.**
- 2. The company has cost advantages and actively reduces costs and increases efficiency.**
- 3. Developing medium and high-end compound fertilisers in response to the national policy of reducing and replacing chemical fertilisers.**
- 4. Extend to the downstream of the industrial chain and develop a variety of fine chemicals.**
- 5. Strengthen scientific and technological research and development, and implement differentiated development strategy**
- 6. Attach importance to agrochemical services and building an integrated service platform of "research, production, supply and marketing".**

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司 (HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司 (HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL分析师认证Analyst Certification:

我，庄怀超，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Huaichao Zhuang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，[请发邮件至ERD-Disclosure@htisec.com](mailto:ERD-Disclosure@htisec.com)）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

1866.HK目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

1866.HK is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

新疆心连心能源化工有限公司目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

新疆心连心能源化工有限公司 is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的12个月中从新疆心连心能源化工有限公司获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 新疆心连心能源化工有限公司.

评级定义（从2020年7月1日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读HTI的评级定义。并且HTI发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来12-18个月内预期相对基准指数涨幅在10%以上，基准定义如下

中性，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本–TOPIX, 韩国–KOSPI, 台湾–TAIEX, 印度–Nifty100, 美国–SP500; 其他所有中国概念股–MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

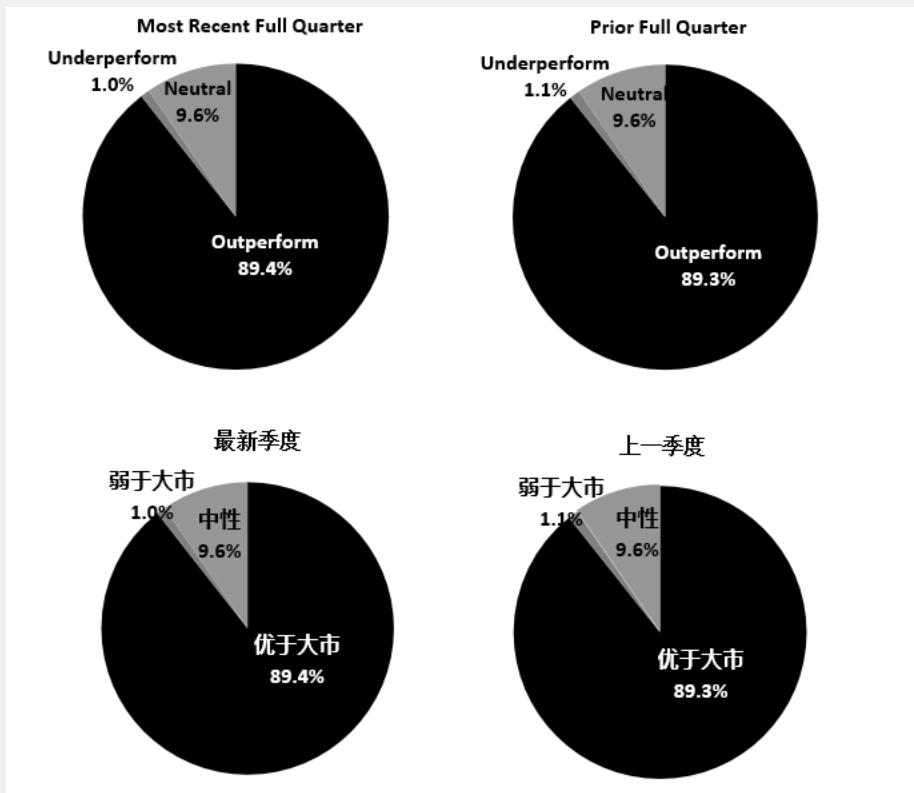
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution



截至 2023 年 12 月 31 日 海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.4%	9.6%	1.0%
投资银行客户*	3.9%	5.1%	5.6%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 9 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.6%	1.0%
IB clients*	3.9%	5.1%	5.6%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan - TOPIX, Korea - KOSPI, Taiwan - TAIEX, India - Nifty100; for all other China-concept stocks - MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际A股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国A股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国A股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国A股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质100 A股（Q100）指数：海通国际Q100指数是一个包括100支由海通证券覆盖的优质中国A股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券A股团队自下而上的研究。海通国际每季对Q100指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第571章) 持有第4类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在HTISGL的全资附属公司Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖BSE Limited (“BSE”) 和National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL于2016年12月22日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但HTIRL、HTISCL或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外, HTISG及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG的销售员、交易员和其他专业人士均可向HTISG的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但HTIRL没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在FINRA进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国FINRA有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第2241条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司 (“HTISCL”) 负责分发该研究报告，HTISCL是在香港有权实施第1类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第571章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给SFO所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173，电话（212）351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTI USA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）予以实施，该公司是一家根据National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations（“NI 31-103”）的规定得到「国际交易商豁免」（“International Dealer Exemption”）的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions第1.1节或者Securities Act (Ontario)第73.3(1)节所规定的「认可投资者」（“Accredited Investor”），或者在适用情况下National Instrument 31-103第1.1节所规定的「许可投资者」（“Permitted Investor”）。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd（“HTISSPL”）[公司注册编号201311400G]于新加坡提供。HTISSPL是符合《财务顾问法》（第110章）（“FAA”）定义的豁免财务顾问，可（a）提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议（b）发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》（第289章）第4A条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与HTISSPL联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话:(65) 6536 1920

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”）第61（1）条，第17-11（1）条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的Haitong International Securities Company Limited所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited和Haitong International Securities (UK) Limited分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）第03/1102、03/1103或03/1099号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据2001年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发布，包括制作及发布涵盖BSE Limited（“BSE”）和National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称:Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号:INH000002590

地址:1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话:+91 22 43156800 传真:+91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话:+91 22 43156803; 电子邮箱:prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和NISM的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司2019年。保留所有权利。

People’s Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315
Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Class Order 03/1102, 03/1103 or 03/1099, respectively, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

APPENDIX 2

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Recommendation Chart

China XLX Fertiliser - 1866 HK



1. 22 Feb 2021 OUTPERFORM at 4.28 target 6.23.
2. 28 Jun 2021 OUTPERFORM at 4.75 target 8.5.
3. 10 Aug 2021 OUTPERFORM at 4.33 target 8.5.
4. 30 Jan 2022 OUTPERFORM at 5.62 target 9.48.
5. 4 Feb 2022 OUTPERFORM at 5.62 target 8.5.
6. 3 May 2022 OUTPERFORM at 6.81 target 8.5.
7. 21 Aug 2022 OUTPERFORM at 5.58 target 8.5.
8. 21 Nov 2022 OUTPERFORM at 3.55 target 8.5.
9. 28 Mar 2023 OUTPERFORM at 3.95 target 8.5.
10. 9 Nov 2023 OUTPERFORM at 3.48 target 5.16.

Source: Company data Bloomberg, HTI estimates