

中信证券研究部



王喆
 能源与材料产业首席分析师
 S1010513110001

核心观点

公司是尿素和复合肥双龙头企业，实施“以肥为基，肥化并举”发展战略，通过产能扩张，稳固市场地位，成本优势有望进一步延续。在规模化发展的同时，公司注重高效肥的推广，高毛利产品销量的持续提升有望为公司业绩注入增量。我们坚定看好公司立足于尿素和复合肥基本盘，进行低成本产能的持续扩张，提升市占率和差异化占比，未来实现营收和归母净利润的稳定增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 17.14/13.03/16.84 亿元，对应 2024-2026 年 EPS 预测为 1.34/1.02/1.31 元。综合考虑 PE 和 PB 估值方法，给予公司 2025 年目标价 5.5 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **尿素与复合肥双龙头企业，上下延伸产业链一体化。**据公司公告，公司尿素产能达 390 万吨+115 万吨（在建），单体产能位居国内第一，成本优势行业领先，未来仍有产能扩张计划。据公司官网，公司复合肥销量、盈利能力位居国内前五，同时大力推广高效复合肥提升盈利水平，2023 年高效复合肥销量同比+25%。新增产能释放带来销量的增长，公司整体业绩在 2021 年实现阶段性爆发后，依然维持在较高水平，公司 2023 年归母净利润达 11.86 亿元；2024 年前三季度，公司实现归母净利润为 15.34 亿元，同比+80.7%。公司实施“以肥为基，肥化并举”发展战略，注重化肥产业链一体化和化工产业链的延伸，公司江西基地 DMF 和新疆基地聚甲醛的相继投产为公司贡献业绩增量。

■ **尿素供给侧改革进行时，出口限制放开价格具备向上弹性。**2015 年以来，国内尿素行业进入供给侧结构性改革阶段，淘汰尿素落后产能，至 2020 年本轮改革结束，尿素产能降至 6913 万吨。近三年，工信部相继发布《“十四五”工业绿色发展规划》、《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》等文件，控制尿素新增产能，对低能效产能置换提出要求。据卓创资讯，截至 2024 年，尿素产能为 7721 万吨，新增尿素产能多为气流床煤制尿素工艺，低能效固定床煤制尿素逐渐被淘汰，百川盈孚预计 2025、2026 年分别新增 594 万、112 万吨尿素产能。受出口限制和高库存的影响，据卓创资讯，截至 2025 年 1 月 8 日，中小颗粒尿素价格为 1563 元/吨，相比 2024 年同期下降 32%，处于 21.8% 的历史分位。我们预计随着尿素出口限制放开，价格具备向上弹性。

■ **复合肥高效化发展为主要趋势，预计头部企业新型复合肥销量占比将逐步提升。**2015 年至今，国家出台《“十四五”推进农业农村现代化规划》等多项政策，逐步引领农作物化肥使用量实现减量增效，优化肥料结构，提升肥料利用率。据卓创资讯，2024 年国内复合肥需求量为 4905 万吨，同比-2.49%，随着退林还耕、土地流转等政策的实施，我们预计 2025 年复合肥需求量持续稳健，维持在 5000 万吨左右。据卓创资讯，2024 年国内复合肥产能和产量分别为 18405 和 5266 万吨，同比分别+9.1%和+0.9%，产能 CR10 保持 30%左右，行业开工率仅为 28.6%。据百川盈孚，预计 2025 年国内复合肥仍有 1015 万吨的新增产能，行业正处于深度整合时期，头部企业市占率将逐步提升。同时，头部企业纷纷布局新型肥料，据农资导报微信公众号，2023 年，30 多家头部企业新型肥料销量占复合肥销量的 42.2%，同比+1.4pcts，我们预计这一比例将会持续提升。

■ **公司尿素具有规模和成本优势，业绩弹性大，高效复合肥占比提升助成长。**据公司公告，2023 年，公司尿素产能达 390 万吨，位居全国第一，未来在江西、河南、新疆、广西基地仍有尿素低成本产能的扩张计划，预计 2025 年产能将达到 505 万吨/年，进一步稳固公司的规模化优势。按照公司 2025 年规划产能 505 万吨/年、开工率 90%、产销率 85%测算，假设产品均价将上涨 50 元/吨，公司业绩增长 1.9 亿元，业绩弹性大。据公司官网，公司尿素成本优势明显，2024 年前三季度公司尿素成本为 1365 元/吨，较行业平均水平有 135 元/吨的成本优

**中国心连心
 化肥**
01866.HK

评级	买入（首次）
当前价	3.87 港元
目标价	5.50 港元
总股本	1,283 百万股
港股流通股	1,283 百万股
总市值	50 亿港元
近三月日均成交额	4 百万港元
52 周最高/最低价	4.74/2.88 港元
近 1 月绝对涨幅	-4.44%
近 6 月绝对涨幅	5.74%
近 12 月绝对涨幅	25.44%

势。为进一步提升化肥盈利水平，公司响应国家号召，大力推广缓释肥料、水溶肥料等新型高效化肥。早在 2012 年，公司率先提出“中国高效肥”品牌定位，目前高效肥市占率全国第一。我们据可比公司测算，新型复合肥平均毛利率比传统复合肥高 4-8pcts。随着公司高效肥销量和占比提升，公司有望在量价齐升的同时，实现毛利率稳步增长。

■ **风险因素：**固定床尿素产能出清速度不及预期；原材料价格大幅波动；高效肥推广进度不及预期；下游需求不及预期；在建工程进展不及预期；安全生产风险；行业竞争进一步加剧风险。

■ **盈利预测、估值与评级：**我们坚定看好公司立足于尿素和复合肥基本盘，进行低成本产能的持续扩张，提升市占率和差异化占比，未来实现营收和归母净利润的稳定增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 17.14/13.03/16.84 亿元，对应 2024-2026 年 EPS 预测为 1.34/1.02/1.31 元。综合 0 考虑 PE 和 PB 估值方法，按照孰低原则，给予公司 2025 年目标价 5.5 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

项目/年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23,072	23,475	21,876	22,988	25,795
营业收入(百万港元)	26,923	26,659	23,778	24,987	28,038
营业收入增长率 YoY	37.2%	1.7%	-6.8%	5.1%	12.2%
净利润(百万元)	1,326	1,187	1,714	1,303	1,684
净利润(百万港元)	1,548	1,348	1,863	1,417	1,830
净利润增长率 YoY	2.5%	-10.5%	44.4%	-24.0%	29.2%
核心净利润(百万元)	1,326	1,187	1,714	1,303	1,684
核心净利润(百万港元)	1,548	1,348	1,863	1,417	1,830
每股收益 EPS(基本)(元)	1.03	0.92	1.34	1.02	1.31
每股收益 EPS(基本)(港元)	1.21	1.05	1.45	1.10	1.43
每股净资产 (元)	5.37	5.99	7.10	7.82	8.90
每股净资产 (港元)	6.26	6.80	7.72	8.51	9.68
核心净利润每股收益 EPS(基本)(元)	1.03	0.92	1.34	1.02	1.31
核心净利润每股收益 EPS(基本)(港元)	1.21	1.05	1.45	1.10	1.43
毛利率	18.8%	17.8%	18.0%	17.8%	18.9%
净利率	5.7%	5.1%	7.8%	5.7%	6.5%
核心净利率	5.7%	5.1%	7.8%	5.7%	6.5%
净资产收益率 ROE	19.3%	15.4%	18.8%	13.0%	14.7%
PE	3.2	3.7	2.7	3.5	2.7
PE*	3.2	3.7	2.7	3.5	2.7
PB	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
PS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	3.9	4.1	3.3	3.6	3.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测
 利润计算得到

注：股价为 2025 年 1 月 16 日收盘价，PE*由核心净利润计算得到

目录

公司概况：以肥为基，肥化并举，盈利能力凸显	6
五十年风雨兼程，以肥为基，肥化并举	6
产能落地营收稳定增长，差异化布局利润空间广阔	7
股权结构稳定，持续推进研发	10
尿素：供需结构优化中，出口限制放开价格具备弹性	11
供给端：市场竞争激烈，新旧产能更替进行时.....	11
需求端：农业化工主导需求，刚需行业较为稳健	14
价格端：库存高企导致价格下滑，出口限制放开价格具备弹性	15
竞争力：低成本产能持续扩张，高效尿素战略初显成效	17
复合肥：需求基本盘稳定，高效肥发展加速	18
供给端：政策引领减量增效，产能集中度待提升	18
需求端：需求保持稳定，高效肥前景广阔.....	21
价格端：整体价格维持稳定，高效肥具备产品溢价	23
竞争力：牵头起草行业标准，全力推广高效复合肥	24
风险因素	26
盈利预测及估值评级	27
盈利预测.....	27
估值评级.....	30

插图目录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司六大基地概况	6
图 3: 公司尿素产品图录	7
图 4: 公司营业收入及增速 (右轴)	8
图 5: 公司归母净利润及增速 (右轴)	8
图 6: 公司利润率	8
图 7: 公司三费费率	8
图 8: 2023 年公司三大板块营收占比	9
图 9: 2023 年公司三大板块毛利占比	9
图 10: 公司三大板块营业收入 (亿元)	9
图 11: 公司三大板块毛利率	9
图 12: 公司股权结构	10
图 13: 国内煤头和气头尿素产量 (万吨)	11
图 14: 国内煤头和气头尿素产量占比	11
图 15: 国内尿素税后装置毛利 (元/吨)	12
图 16: 国内尿素行业产能产量	12
图 17: 2023 年国内尿素产能区域分布	12
图 18: 国内尿素行业集中度	13
图 19: 中国尿素行业企业梯队	13
图 20: 国内尿素表观消费量	14
图 21: 2023 年国内尿素下游消费结构	14
图 22: 国内车用尿素产量及增速 (右轴)	14
图 23: 国内车用尿素表观消费量和出口量	14
图 24: 国内三聚氰胺产量及增速 (右轴)	15
图 25: 国内三聚氰胺表观消费量、出口量及增速 (右轴)	15
图 26: 国内尿素月度表观消费量 (万吨)	15
图 27: 国内尿素月度产量 (万吨)	15
图 28: 国内尿素社会库存量 (万吨)	16
图 29: 国内尿素年度出口量 (万吨)	16
图 30: 尿素价格走势与企业库存 (左轴) 的相关性	17
图 31: 公司尿素和行业成本 (元/吨)	17
图 32: 公司吨尿素煤耗和电耗 (右轴)	17
图 33: 公司黑力旺腐植酸高效尿素	18
图 34: 公司聚能网高效尿素	18
图 35: 复合肥产能、产量 (万吨) 及开工率 (右轴)	19
图 36: 化肥与复合肥施用量 (折纯量, 万吨) 及占比 (右轴)	19
图 37: 主要新型肥料种类	20
图 38: 2023 年主要企业复合肥销量占比	21
图 39: 复合肥产能集中度 (CR10)	21
图 40: 国内主要作物产量 (万吨) 及总产量增长率 (右轴)	22
图 41: 国内复合肥需求量及增速 (右轴)	22
图 42: 2023 年农作物种植结构	22

图 43: 蔬菜与果园种植面积 (千公顷) 及增速 (右轴)	22
图 44: 复合肥及其原料价格 (元/吨)	23
图 45: 复合肥毛利率 (%)	23
图 46: 2023 年可比公司常规/新型复合肥毛利率对比	23
图 47: 公司大数据中心	26
图 48: 公司土壤分析化验室	26

表格目录

表 1: 公司高效肥产品	9
表 2: 尿素产业升级有关政策梳理	11
表 3: 未来尿素产能新增计划	13
表 4: 复合肥减量增效政策	19
表 5: 新型复合肥料有关政策	20
表 6: 复合肥主要企业新型复合肥进展	24
表 7: 高效复合肥的差异化及优势	24
表 8: 高效复合肥占比提升对公司业绩的敏感性分析 (亿元)	25
表 9: 全流程解决方案	26
表 10: 分业务业绩拆分	29
表 11: 2022-2026 年公司盈利预测及估值水平	30
表 12: 可比公司估值	31

9c2d91e321576cb6f800d6ffbc873696e32f96e533923d13a4a687b2b2b63c63

■ 公司概况：以肥为基，肥化并举，盈利能力凸显

五十年风雨兼程，以肥为基，肥化并举

五十余年风雨兼程，主营业务为化肥、化工行业。公司前身为新乡化肥总厂，于1969年成立，1970年正式投产。2003年，该厂改制为股份制民营企业“河南心连心化工有限公司”，并于2006年重组为外商独资企业“河南心连心化肥有限公司”。2007年，公司在新加坡交易所主板挂牌上市，2009年在香港上市，五年后从新交所退市。2015年，公司新疆基地第五厂投产，此前已于新乡建成四厂并投产。2019年，公司实施股份制改革，河南心连心化学工业集团股份有限公司成立。2021年，江西基地投产，公司由此拥有中部、西北部、东南部三大战略生产基地。公司主要从事化肥、化工品的开发、生产和销售，主要产品涵盖尿素、复合肥、甲醇、三聚氰胺等。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，中信证券研究部

多基地彰显规模优势，产能辐射主要耕地。据公司公告和公司官网，公司现拥有河南、新疆、江西三大生产基地，甘肃、东北、广西三小生产基地，合计年产能尿素 390 万吨、复合肥 395 万吨、车用尿素溶液 150 万吨；甲醇 108 万吨、二甲醚 30 万吨、DMF20 万吨、三聚氰胺 12 万吨、糠醇 6 万吨、聚甲醛 6 万吨。新疆基地年产能 90 万吨天欣煤矿，已于 2024 年三季度期间完成出售。据石油和化工园区微信公众号，公司广西 30 万吨高塔复合肥已于 2024 年年底投产、河南 50 万吨硝基复合肥投产在即，江西基地将在 2025 年年中投产新增的 115 万吨尿素、80 万吨合成氨和 10 万吨 DMF 产能。

图 2：公司六大基地概况



资料来源：公司官网，公司公告，中信证券研究部

立足化肥基本盈利面，积极拓展气体、新材料等新业务。公司坚持“以肥为基、肥化并举”的发展战略，以“稳基、强链、延链”为主线，拓展强化化肥板块，精细优化化工板块，向上游发展基础化工，向下游开拓气体、新材料等业务。化肥为公司核心业务，包含尿素、复合肥两大产品；公司在尿素、复合肥、高效肥的产销和市占率均处于行业领先地位；化工业务包含甲醇、二甲醚、DMF、三聚氰胺、车用尿素溶液、液氨、医药中间体、糠醇、聚甲醛等；气体包含空分气体、电子特种气、合成气体、能源气体等类别。

图 3：公司尿素产品图录

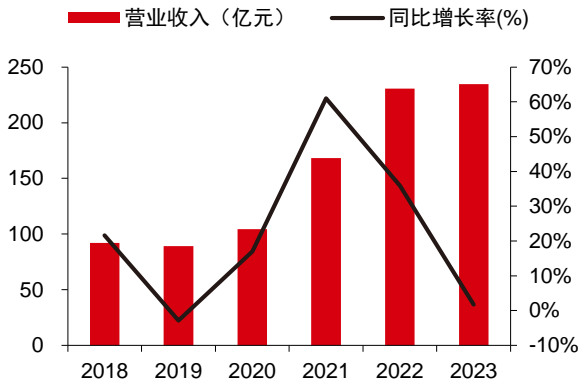


资料来源：公司官网

产能落地营收稳定增长，差异化布局利润空间广阔

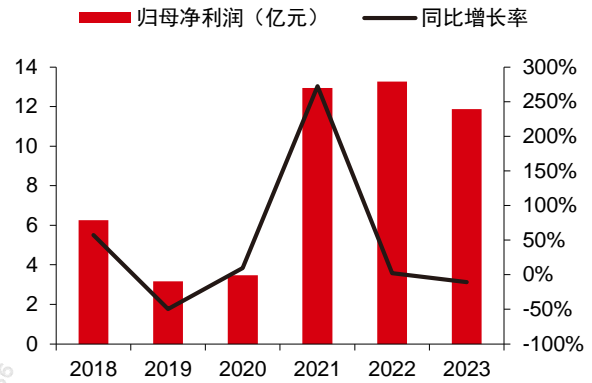
营收持续稳步增长，2024 年利润逐步回暖。据公司公告，2020-2022 年，公司营收为 104.4/168.1/230.7 亿元，同比增长 17.0%/61.0%/35.9%。归母净利润为 3.5/12.9/13.2 亿元，同比增长 9.9%/272.2%/2.4%。2021 年年初江西九江基地投产，产能提升带动销量增长，同时化肥和化工产品价格上涨，实现量价齐升，营收与利润显著增长。2023 年，公司营收 234.8 亿元，同比增长 1.8%。归母净利润为 11.9 亿元，同比下降 10.5%。2023 年内，河南基地 70 万吨尿素项目和江西基地 DMF 二期项目投产顺利投产，产能释放带动公司营收稳定增长。受国际能源供应回稳影响，煤炭价格下跌，化肥价格支撑减弱，短期内波动下行；需求疲软压制化工行业复苏，化工品价格进入阶段性底部。2024 年，随着国内外需求复苏，公司新增产能有望释放，带动公司业绩增长。2024 年上半年，公司营收与去年同期基本持平，归母净利润为 6.87 亿元，同比+25.78%。2024 年三季度，公司出售天欣煤业 100%股权产生约 7.9 亿元投资收益，叠加原料价格下滑、费用管控出色，2024 年前三季度，公司实现归母净利润为 15.34 亿元，同比+80.7%。

图 4: 公司营业收入及增速 (右轴)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

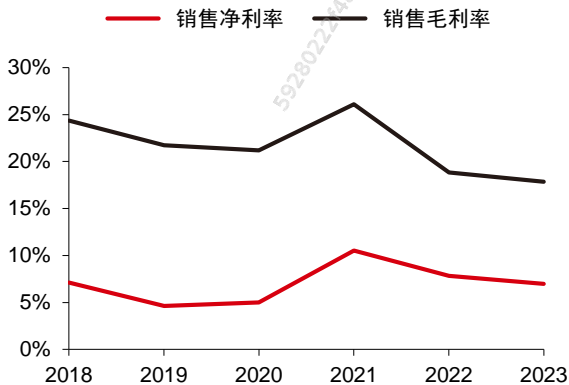
图 5: 公司归母净利润及增速 (右轴)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

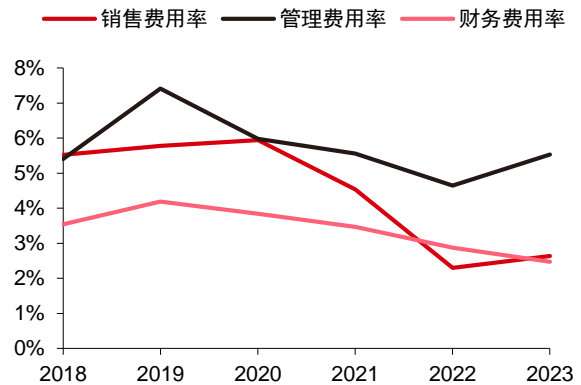
毛利净利维持较高水平, 费用率整体呈下降趋势。2021-2023 年, 公司毛利率为 26.1%/18.85%/17.84%, 同比+4.9pcts/-7.25pcts/-1.01pcts。2021-2023 年, 公司净利率为 10.52%/7.84%/6.97%, 同比+5.50pcts/-2.68pcts/-0.87pct。2021 年产品价格上涨及产能扩大带来规模效益, 毛利率显著提升; 2023 年产品价格下跌导致毛利率有所回落。2021-2023 年公司三费费用率总和为 13.56%/9.81%/10.64%, 同比-2.20pcts/-3.75pcts/+0.83pct, 2021/2022 年公司营收大幅增长压缩三费费率, 2023 年内因扩大研发团队、引进资深研发人员, 工资开支提升导致三费费率有所回升。

图 6: 公司利润率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

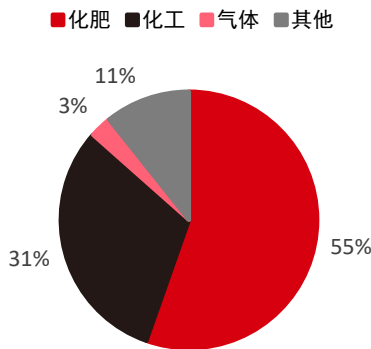
图 7: 公司三费费用率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

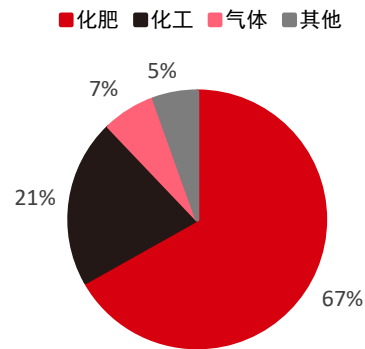
化肥、气体、化工行业协同发展, 分散周期性波动风险。据公司公告, 2023 年, 公司化肥营收占比 55%, 化工占比 31%, 气体占比 3%; 2024 年上半年, 公司化肥营收占比 60%, 化工占比降低至 22%。毛利方面, 2023 年, 公司化肥业务贡献 71%的毛利润, 化工业务贡献 22%, 气体业务贡献 7%。化肥为主要利润来源, 占据主导地位; 化工业务将生产过程中材料“吃干榨净”, 低成本优势保障收益水平, 柔性生产分散周期性波动风险; 气体盈利能力突出, 市场潜力有待进一步挖掘。

图 8: 2023 年公司三大板块营收占比



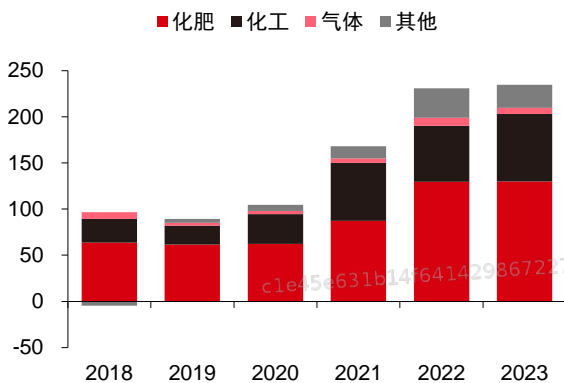
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 9: 2023 年公司三大板块毛利占比



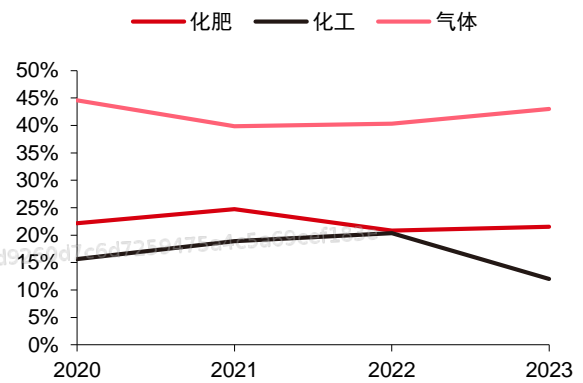
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 10: 公司三大板块营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 11: 公司三大板块毛利率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

高效肥差异化精细布局, 产学研用联合攻关。据公司公告, 化肥板块, 公司以高效肥为核心, 贯彻落实国家“一减三提”化肥行动方案, 提出“高效化肥倡导者”战略定位。深耕高效肥领域, 强化产品创新, 联合中国科学院合肥物质科学研究院、德国巴斯夫化工集团等进行科研攻关, 成功研发控失肥、水溶肥、腐植酸等系列产品, 大幅提升氮肥控失率与作物产量, 并针对不同作物品种研发专用肥, 打造差异化与精细化肥料布局, 相关产品市占率均处行业领先地位。

表 1: 公司高效肥产品

高效肥产品	优势	结果
腐植酸高效肥	活化养分, 提高品质; 腐植酸含量≥65%	每年减少约 70 多万吨的氮挥发排放量; 减少
水触膜控失肥	氮肥利用率提升 20%	化肥损失, 减少农业面源污染; 低成本和基地
超控失高效尿素	氮挥发抑制率 50%以上	化优势

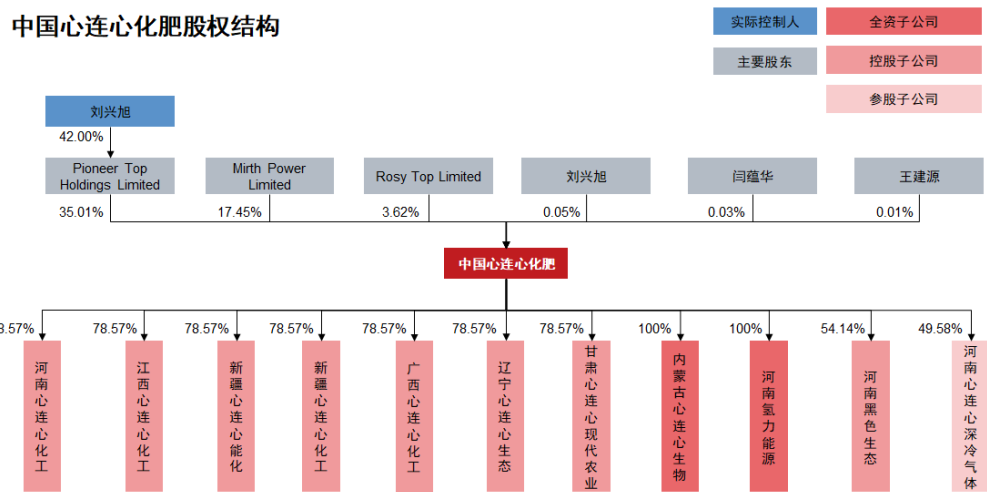
资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

气体盈利能力凸显，业绩增长空间广阔。公司致力于“立足气体，瞄准行业”，旗下“深冷能源”（831177.NQ）专注气体研发与产销，主营液体二氧化碳、一氧化碳、高纯甲烷、电子级羰基硫、电子级二氧化硫、氢气、干冰等，产品涵盖大宗、特种、食药、消防、标准等多种气体，客户群体涵盖机械制造、化工生产、半导体制造、食品加工等行业，包括中国石化、中国石油、富士康、宇通客车、可口可乐、百事可乐、青岛啤酒、金星啤酒等知名企业。气体具有高附加值、高壁垒等特点，随着产品结构进一步丰富、产业链延伸拓展，气体板块有望创造更高收益。

股权结构稳定，持续推进研发

公司股权结构稳定，推动员工股份激励计划。据公司公告，公司实际控制人刘兴旭直接持有 0.05% 的股份，并通过 Pioneer Top Holdings Limited 间接控制 35.01% 的股份，累计控制 35.06% 的股权。在对外投资方面，公司投资了多家全资及控股子公司，包括河南氩力能源、河南黑色生态和河南心连心化工等。公司于 2024 年推出了股权激励计划，其授予政策规定，股份奖励的价格固定为每股 1.50 港元，此价格是根据公告日期前五个交易日的平均收市价的 46.46% 计算得出。激励政策确保了关键人才的利益与公司长期目标一致，提升了公司治理水平，从而增强了整体业绩和竞争力，并吸引了更多合适人才。

图 12：公司股权结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部。注：截至 2024 年 6 月 30 日。

公司注重研发投入，持续推进生产降本增效。据公司官网，公司开展产学研平台建设，与中国农科院牵头，联合全国 23 个省份和 38 家农业科研院所成立了全国肥效协作网；通过产学研平台建设促进人才的引进和研发活动的高效开展，拥有国家级计量检测中心和农化服务中心。据公司公告，公司对甲醇、尿素等产品的生产过程进行持续优化，降低生产成本，尿素成本领跑行业，甲醇平均能耗较行业平均低 9.3%；响应国家号召推进“减肥增效”“测土配方”，推进高效肥的研发和应用。

■ 尿素：供需结构优化中，出口限制放开价格具备弹性

供给端：市场竞争激烈，新旧产能更替进行时

行业供给侧改革持续进行，深度整合新旧产能更替。据中国政府网，2015 年以前，尿素行业扩产迅猛，导致产能严重过剩。2016 至 2020 年，尿素行业持续进行供给侧改革，产能由 8429 万吨降至 6913 万吨，随后因需求增长略有回升。2021-2023 年，工信部、发改委等多部门发布多项相关政策，对尿素能效水平提出要求，严控尿素新增产能，加快新旧产能更替进程。

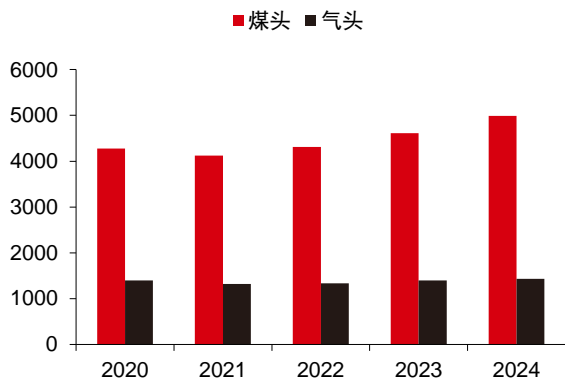
表 2：尿素产业升级有关政策梳理

发布时间	发布部门	政策名称	主要内容
2021 年 12 月	工信部	《“十四五”工业绿色发展规划》	严控尿素、磷铵、电石、烧碱、黄磷等行业新增产能，新建项目应实施产能等量或减量置换。
2022 年 3 月	山东省发改委等	《关于“两高”项目管理有关事项的通知》	……氮肥行业新建项目，按照鲁政办字[2021]57 号文件规定的产能替代比例执行。
2022 年 3 月	工信部、国家发改委、科技部、生态环境部、应急部、能源局	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	加强化肥生产要素保障，提高生产集中度和骨干企业产能利用率，确保化肥稳定供应。
2023 年 6 月	国家发展改革委等	《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》	在规定时限内将能效改造升级到基准水平以上，对于不能按期改造完毕的项目进行淘汰。对本次增加的乙二醇，尿素，...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。

资料来源：中国政府网，中信证券研究部

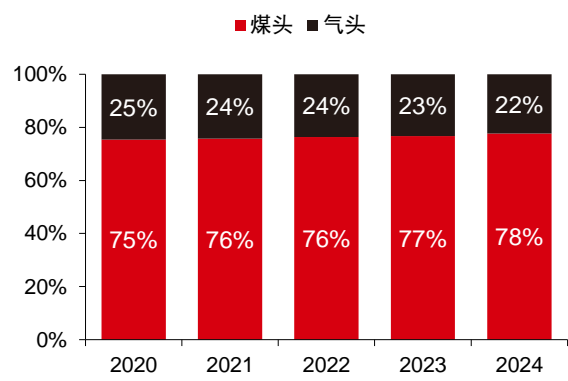
工艺技术方面，我国尿素产能主要分为煤制固定床、煤制气流床、天然气制尿素三种。固定床工艺使用无烟块煤，气流床工艺使用褐煤（航天炉）和末煤（水煤浆）作为原料，天然气制尿素工艺则通过天然气反应生成合成氨，进一步与 CO₂ 反应生成尿素。据卓创资讯，基于我国“富煤缺油少气”的能源格局，现阶段我国煤头尿素产能和气头尿素产量比例约为 78:22，煤头装置集中在华北、华东和西北地区，气头装置分布在西北和西南地区。

图 13：国内煤头和气头尿素产量（万吨）



资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

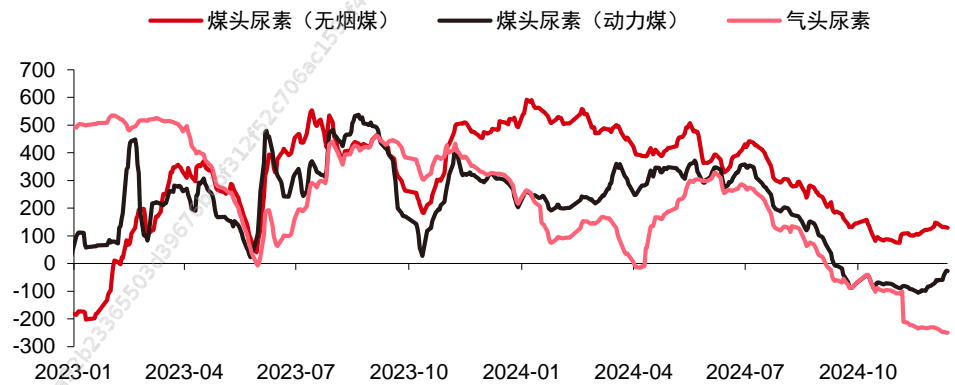
图 14：国内煤头和氣头尿素产量占比



资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

气流床尿素装置逐步替代固定床老旧产能，成本优势凸显。固定床工艺存在能耗高、成本高、污染严重等问题，正在政策引导下逐步被淘汰。天然气制尿素工艺由于受限于天然气资源储量，在冬季常停产以保障能源安全供应。从成本来看，据隆众数据统计，2023年固定床尿素工艺成本比气流床成本高 300-500 元/吨。据卓创资讯，气流床工艺具有成本优势和原料供应稳定性特点，后期新增产能以气流床煤制尿素工艺为主，提高原料端的利用率和自给能力，降低单位生产成本。据卓创资讯，截至 2024 年 12 月 13 日，煤头尿素（无烟煤）税后装置毛利平均为 338 元/吨，比气头尿素高 257 元/吨。

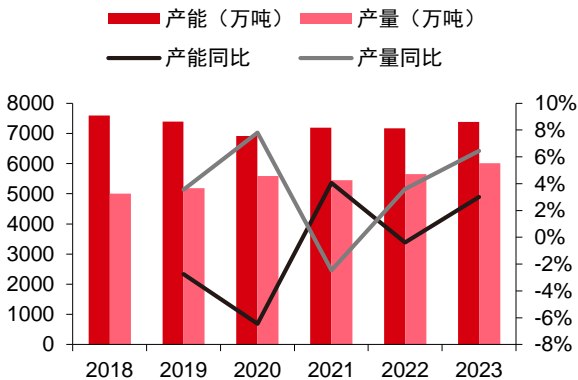
图 15：国内尿素税后装置毛利（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

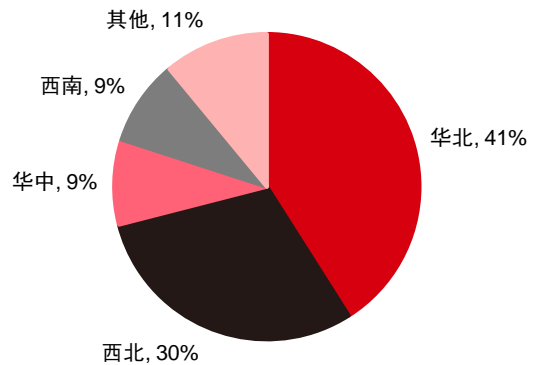
尿素产能逐年增长，2024 年产能增至 7721 万吨/年。据卓创资讯，2021-2023 年，我国尿素总产能分别为 7193 万吨、7165 万吨和 7381 万吨，同比分别为+4.1%、-0.4%和+3.0%。期间，产能小幅增长，总体增长趋势放缓。据卓创资讯，2023 年中国尿素行业新增产能 450 万吨，淘汰产能 234 万吨，产能净增加 216 万吨；2024 年尿素产能达到 7721 万吨，同比+4.6%。据卓创资讯，华北和西北地区为尿素的主产地，2023 年占比分别为 41%和 30%，仍有大量固定床老产能有待出清。

图 16：国内尿素行业产能产量



资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

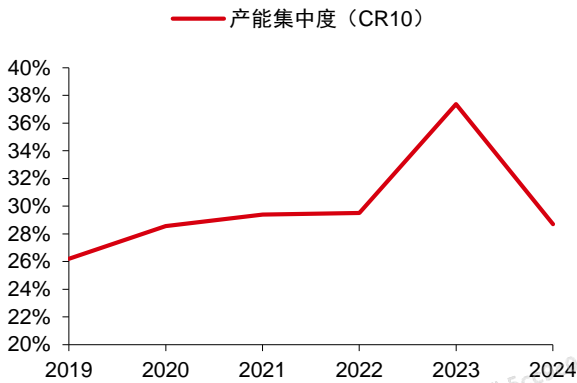
图 17：2023 年国内尿素产能区域分布



资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

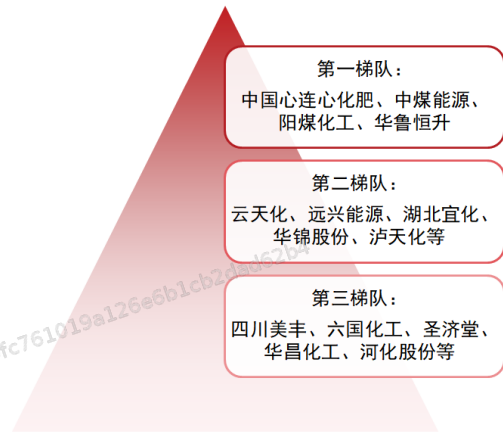
中国尿素行业的市场集中度较低，市场竞争激烈，公司单体产能国内第一。据卓创资讯，2023 年尿素产能集中度（CR10）为 37.4%，同比增长 7.7 个百分点。产能与市场集中度向头部靠拢，市场份额与竞争结构仍处于优化中。据观研报告网，国内尿素行业呈三层梯队，第一梯队为心连心、阳煤、中煤、华鲁恒升，产能超过 200 万吨/年，第二梯队为云天化、中海石化、远兴能源等，产能超过 100 万吨/年，第三梯队为四川美丰、六国化工等，产能低于 100 万吨/年。据河南省企业联合会微信公众号，公司尿素产能 390 万吨/年+115 万吨/年（在建），单体尿素产能、产销量位居国内行业第一。

图 18：国内尿素行业集中度



资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

图 19：中国尿素行业企业梯队



资料来源：观研报告网，中信证券研究部

尿素产能将进入集中释放阶段，投产进度需密切关注。据百川盈孚，2024、2025、2026 年分别预计新增 402 万、594 万、112 万吨尿素产能。但由于新建产能门槛逐步提高，新投产及置换能否按计划执行需视实际情况调整。

表 3：未来尿素产能新增计划

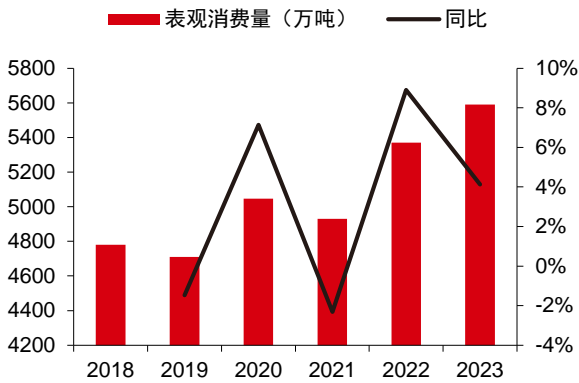
企业	项目	省份	产能（万吨）	预计投产时间
鄂尔多斯市亿鼎生态农业开发有限公司	扩建	内蒙古自治区	52	2026-01
江苏双多化工有限公司	改造投产	江苏省	60	2026-01
河北正元氢能科技有限公司	扩建	河北省	52	2025-12
靖远煤业集团刘化化工有限公司	产能置换	甘肃省	35	2025-11
山东晋煤日月化工有限公司		山东省	15	2025-10
安徽晋煤中能化工股份有限公司		安徽省	40	2025-07
江西心连心化学工业有限公司	扩建	江西省	115	2025-07
甘肃能化金昌能源化工开发有限公司		甘肃省	30	2025-05
新疆新冀能源化工有限公司	新投	新疆维吾尔自治区	80	2025-03
新疆奥福化工有限公司	新投	新疆维吾尔自治区	52	2025-03
江苏晋煤恒盛化工股份有限公司	改造投产	江苏省	80	2025-01
靖远煤业集团刘化化工有限公司	产能置换	甘肃省	35	2024-12
陕西陕化煤化工集团有限公司	扩建/置换	陕西省	60	2024-12
合计			706	

资料来源：百川盈孚（含预测），中信证券研究部 注：数据时间截至 2025 年 1 月 17 日

需求端：农业化工主导需求，刚需行业较为稳健

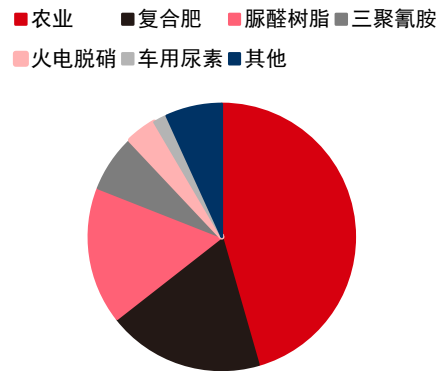
表观消费量同比增长，下游需求以农用为主。2023 年，尿素表观消费量 5591 万吨，同比增长 4.13%。尿素下游需求中，农业与化工需求之比大致为 64:36。农业方面，尿素主要作为肥料直接施用或用于生产复合肥，分别占比 46%和 19%，其需求变动主要受化肥政策、农作物种植结构与面积和农产品价格波动的影响。一方面，减量增效政策影响下化肥施用量逐年下降，另一方面，耕地面积扩大与耕地结构转变创造新需求。

图 20：国内尿素表观消费量



资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

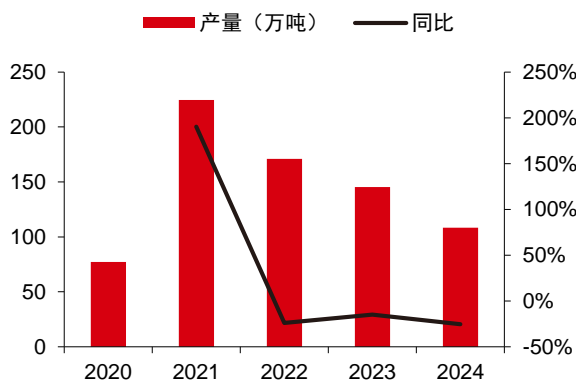
图 21：2023 年国内尿素下游消费结构



资料来源：百川盈孚，中信证券研究部

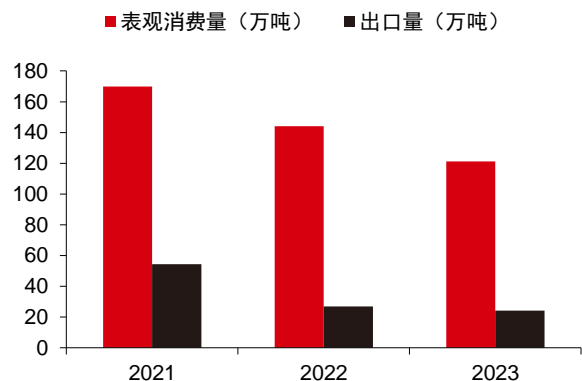
工业方面，脲醛树脂、三聚氰胺和车用尿素需求分别占比分别为 17%、7%和 2%。车用尿素主要用于柴油机尾气处理液（尿素水溶液），用于减少氮氧化物排放，随着国六标准的实施，汽车尾气污染物排放量受严格限制。据百川盈孚，2024 年车用尿素产量同比-25.5%至 108.4 万吨，2023 年表观消费量为 121.2 万吨，同比小幅下滑。脲醛树脂和三聚氰胺与地产存在一定的相关性，但 2024 年前 11 月三聚氰胺表观消费量同比+7.67%至 89.98 万吨，出口量同比+22.6%至 52.94 万吨。

图 22：国内车用尿素产量及增速（右轴）



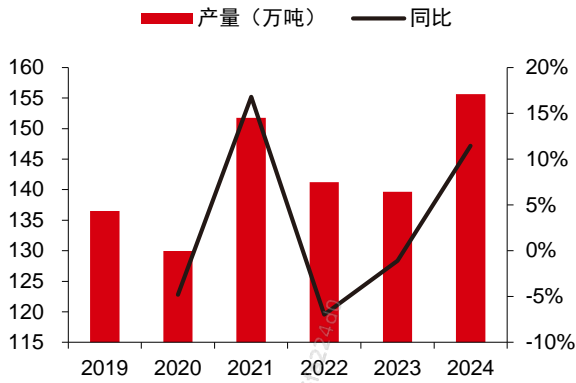
资料来源：百川盈孚，中信证券研究部

图 23：国内车用尿素表观消费量和出口量



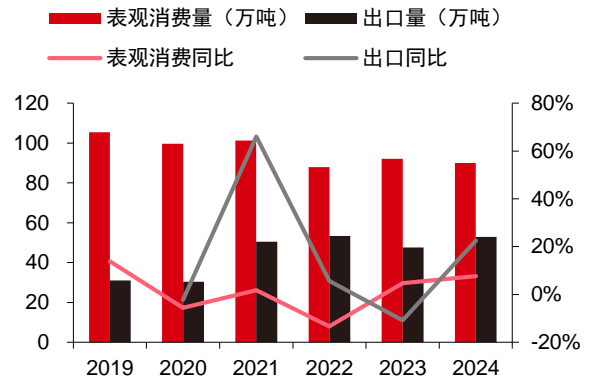
资料来源：百川盈孚，中信证券研究部

图 24: 国内三聚氰胺产量及增速 (右轴)



资料来源: 百川盈孚, 中信证券研究部

图 25: 国内三聚氰胺表观消费量、出口量及增速 (右轴)

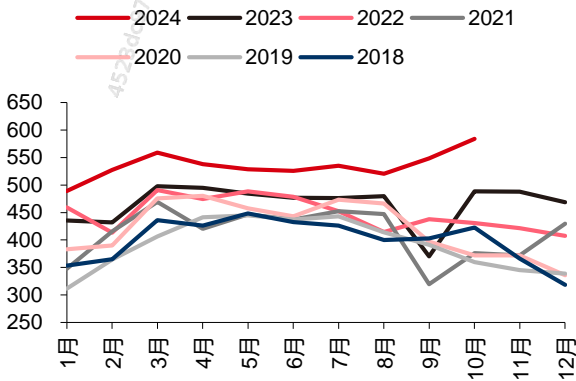


资料来源: 百川盈孚, 中信证券研究部。注: 2024 年截至 11 月。

价格端: 库存高企导致价格下滑, 出口限制放开价格具备弹性

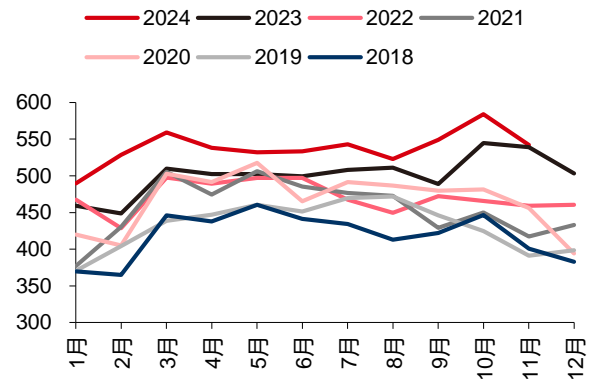
2024 年供需两旺, 受出口影响库存高企。据卓创资讯, 2024 年尿素月度表观消费量持续高位运行, 截至 2024 年 10 月, 表观消费量达到 5355 万吨, 同比+15.5%。2024 年尿素月度产量同样高位运行, 平均月产量达 538.1 万吨, 同比+8.2%。尿素作为氮肥、复合肥、车用尿素等产品上游行业, 需求稳中有进。2024 年上半年尿素社会库存持续下降, 2024 年 6 月尿素社会库存为 20.5 万吨, 而进入 7-8 月淡季后, 尿素开工率依然维持高位, 由于出口受到限制, 库存量一路向上, 11 月底达到了 119.1 万吨的历史高位。

图 26: 国内尿素月度表观消费量 (万吨)



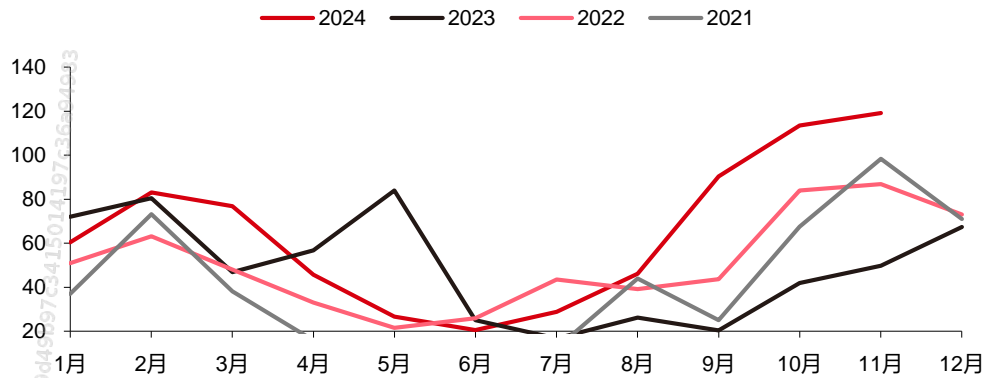
资料来源: 卓创资讯, 中信证券研究部

图 27: 国内尿素月度产量 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中信证券研究部

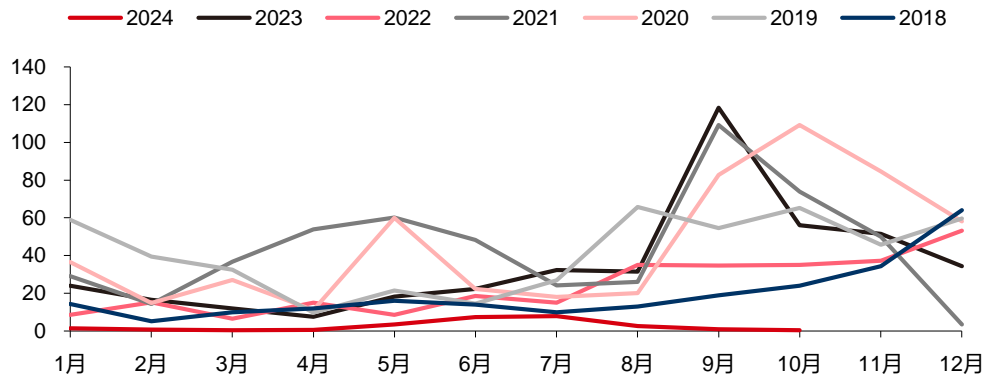
图 28: 国内尿素社会库存量 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中信证券研究部

政策调节保供稳价, 尿素出口跌至历史低点。据海关总署, 2021年10月11日发布2021年第81号《海关总署关于调整必须实施检验的进出口商品目录的公告》, 自2021年10月15日起, 对必须实施检验的进出口商品目录进行调整, 尿素被列入该目录。据卓创资讯, 2024年1月-10月, 全国尿素出口总量仅为25.7万吨, 较2023年同期的339.2万吨大幅下降92.4%, 为近七年最低值。

图 29: 国内尿素年度出口量 (万吨)

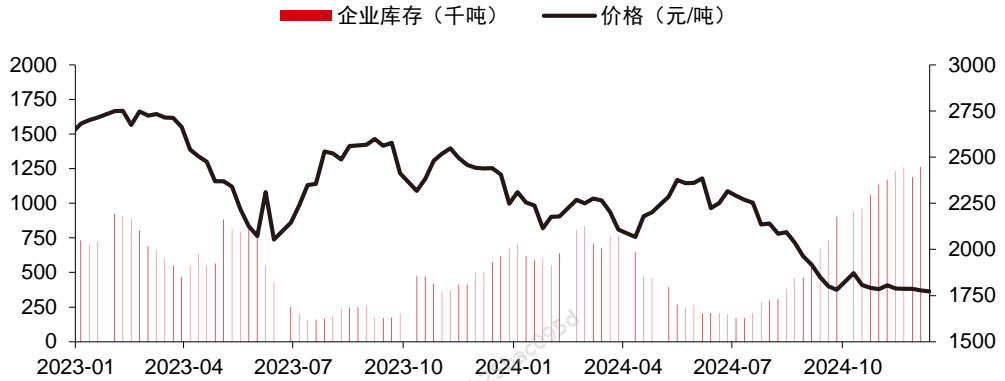


资料来源: 卓创资讯, 中信证券研究部

2024年尿素价格先涨后跌, 受高库存影响较大, 出口限制放开后价格有望反弹。据卓创资讯, 尿素价格在2024年4月销售旺季开始后随着库存持续得到消化小幅反弹, 自低点的2067元/吨反弹至2385元/吨。2024年尿素企业始终保持较高的开工率, 在出口限制仍未放开的背景下, 企业库存高企, 尿素价格大幅下滑, 截至2024年12月12日, 尿素价格为1773元/吨。据卓创资讯, 目前国内尿素装置毛利水平处于10%历史分位以下, 我们认为尿素价格将维稳运行, 尿素出口限制放开后产品价格有望迎来反弹。**按照公司2025年规划产能505万吨/年、开工率90%、产销率85%测算, 在成本不变的情况下,**

假设产品均价上涨 50 元/吨, 公司业绩将增长 1.9 亿元, 相当于 2023 年全年业绩的 16%, 业绩弹性大。

图 30: 尿素价格走势与企业库存 (左轴) 的相关性

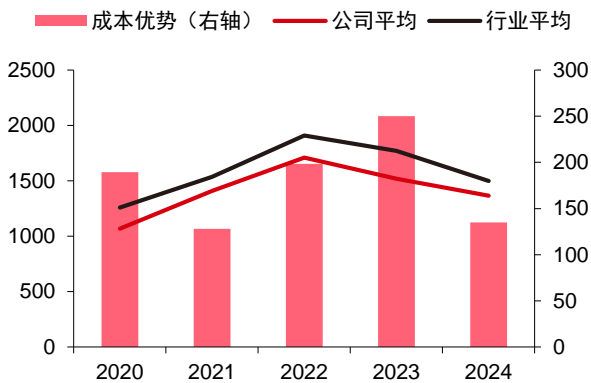


资料来源: 卓创资讯, 中信证券研究部

竞争力: 低成本产能持续扩张, 高效尿素战略初显成效

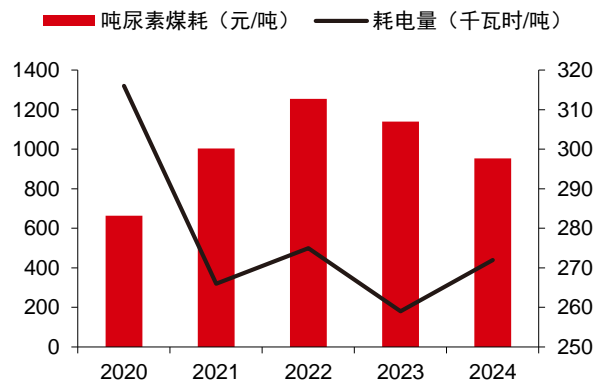
低成本产能扩张在即, 行业龙头具备较高业绩弹性。据公司官网, 公司与行业平均水平相比, 具备 130-250 元/吨的成本优势; 2024 年公司尿素成本为 1365 元/吨, 较行业平均水平有 135 元/吨的成本优势。公司吨尿素煤耗和电耗也随着江西和新疆基地的投产逐步优化。随着新旧动能转换, 高污染高成本的落后企业被淘汰, 加速行业整合, 有利于公司发挥低成本差异化、高技术优势, 进一步扩大生产、优化产能配置。据公司官网, 2025 年江西基地将新增 115 万吨/年尿素产能, 投产后公司尿素产能规模将突破 500 万吨/年; 此外, 未来仍有尿素产能扩产计划, 夯实行业龙头地位, 规模化生产业绩弹性较高。

图 31: 公司尿素和行业成本 (元/吨)



资料来源: 公司官网, 中信证券研究部。注: 2024 年数据截至 2024 年前三季度。

图 32: 公司吨尿素煤耗和电耗 (右轴)



资料来源: 公司官网, 中信证券研究部。注: 2024 年数据截至 2024 年前三季度。

高效尿素肥效升级, 提升公司产品盈利能力。据公司官网, 公司布局控失尿素、聚管网尿素、黑力旺腐植酸尿素等高效尿素。据中肥化肥网微信公众号, 公司研发的控失尿素能在保障作物稳产的基础上, 提高氮肥利用率 30%, 降低农田氨排放 50%。据心连心化

学工业集团微信公众号，公司腐植酸系列产品近年来受到市场追捧，年销售额增长速度始终保持在 30%以上，全国市场占有率稳定在 50%以上，获得多项国家级创新奖项，参与制定国家标准。据中化新网，2024 年 5 月，公司推出新型内置包裹控失技术的水触膜控失肥产品，控氮时间可以达到 100 天，有效减少施肥量 1/3，提升产量 5%以上，提高氮肥利用率至 60%以上。随着新型肥占比的提升，公司毛利率有望提升。

图 33：公司黑力旺腐植酸高效尿素



资料来源：心连心化学工业集团微信公众号

图 34：公司聚能网高效尿素



资料来源：心连心化学工业集团微信公众号

■ 复合肥：需求基本盘稳定，高效肥发展加速

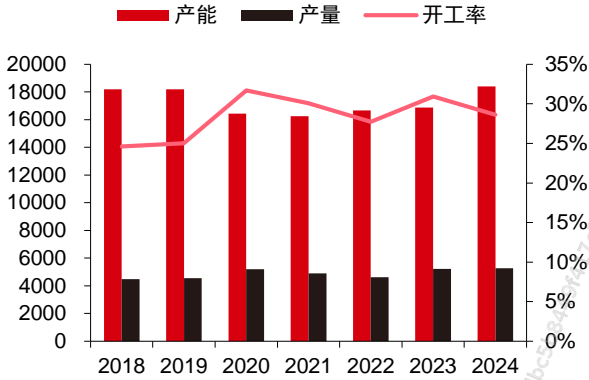
复合肥是指含有氮、磷、钾中两种或两种以上营养元素的肥料，具有养分含量高、副成分少且物理性状好等优点。复合肥按成分分类，可分为二元、三元与多功能复合肥，三者依次添加不同基础成分和农药、生长素等功能性成分。按配比分类，可分为通用型和专用型，通用型是指氮磷钾养分配比相同或相近，适于作各种作物的基肥，如玉米、小麦等；专用型是指调整某些成分含量，依据作物全生育期的需肥特点进行配比，有利于特定植物的生长发育，比如高氮磷型复合肥物。此外还有水溶肥、控失肥、腐植酸等高效复合肥，分别具有省水省肥省工、养分释放与作物生长周期需肥相匹配、改善土壤质量和提高肥料利用率等优势。

供给端：政策引领减量增效，产能集中度待提升

此前我国是化肥施用量第一大国，复合肥施用量占比持续提升。据 iFind，2015 年，我国化肥用量高达 6022 万吨，年化肥使用量世界第一位，占世界总量的三分之一。此后随着政策出台，化肥施用量稳定下降，2023 年为 5021 万吨，2016 至 2023 年均下降 138 万吨。高化肥使用量的现象普遍存在于粮食作物、经济作物和蔬菜种植中，导致土壤污染，破坏土壤结构，降低土壤肥力，限制农作物产量和品质的提升，同时增加农民粮食种植成本。2015 年农业农村部制定了《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》，提出了“一控、两减、三基本”的目标，推广测土配方施肥技术，提倡有机肥与化肥的配合使用，提高肥料利用效率，实现了到 2020 年主要农作物化肥使用量的“负增长”。据 iFind 和博思网，2023 年国内化肥施用量（折纯数）持续降低，而复合肥施用量（折纯数）同比+1.36%；复合肥

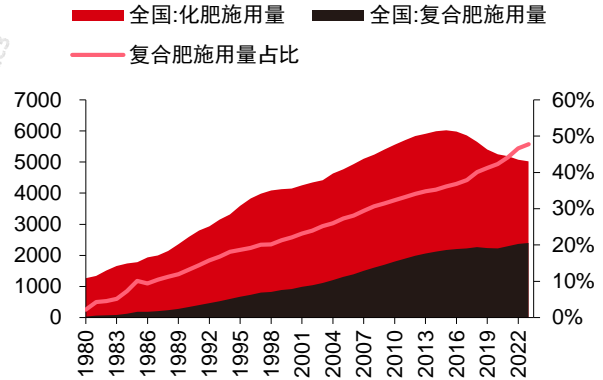
施用量占比随着政策的执行力度加大而持续增长, 2023 年占比达到 47.8%, 较 2015 年提高 11.69pcts, 我们预计该比例有望持续增长, 复合肥施用量仍有较大增长潜力。

图 35: 复合肥产能、产量 (万吨) 及开工率 (右轴)



资料来源: 卓创资讯, 中信证券研究部

图 36: 化肥与复合肥施用量 (折纯量, 万吨) 及占比 (右轴)



资料来源: iFind, 博思网, 中信证券研究部

政策方面, 化肥减量增效目标历经两个阶段。第一阶段为 2015-2020 年, 以上述行动方案政策为代表, 对化肥施用量做出明确限制, 提出 2015 年到 2019 年, 逐步将化肥使用量年增长率控制在 1% 以内; 力争到 2020 年, 主要农作物化肥使用量实现零增长。2019 年中央一号文件提出, 要实现化肥使用量负增长。第二阶段为 2021 年至今, 对化肥减量增效提出更高综合要求。2022 年 12 月, 农业农村部出台《到 2025 年化肥减量化行动方案》, 提出“一减三提”, 即减少化肥用量, 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。同时期, 《“十四五”推进农业农村现代化规划》提出到 2025 年, 主要农作物化肥利用率均达到 43% 以上。相关配套政策引导开展测土配方施肥、化肥减量增效试点, 推动优化肥料结构, 增加有机肥使用。

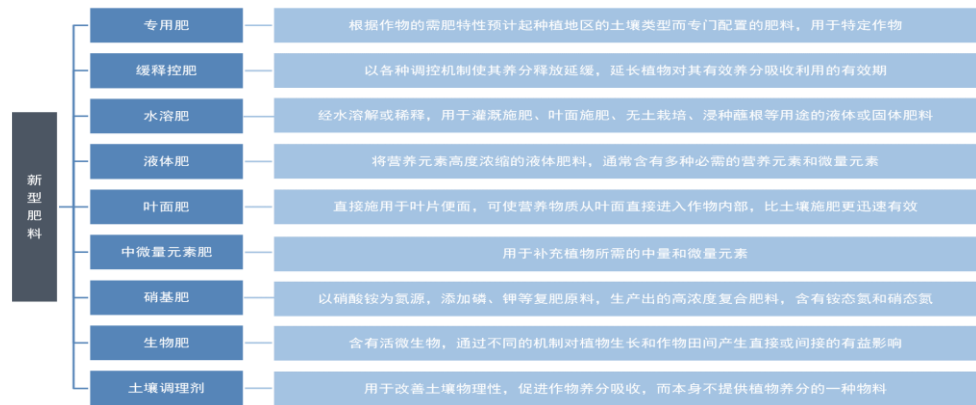
表 4: 复合肥减量增效政策

时间	政策名称	部门	内容
2015 年 9 月	《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》	农业农村部	2015 年到 2019 年, 逐步将化肥使用量年增长率控制在 1% 以内; 力争到 2020 年, 主要农作物化肥使用量实现零增长。
2019 年 2 月	《中共中央 国务院关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》	中共中央 国务院	加大农业面源污染治理力度, 开展农业节肥节药行动, 实现化肥农药使用量负增长。
2020 年 2 月	《2020 年种植业工作要点》	农业农村部	开展化肥减量增效试点, 确保化肥利用率提高到 40% 以上, 保持化肥使用量负增长。继续开展测土化验、肥效试验和化肥利用率田间试验。开展有机肥替代化肥
2021 年 2 月	《中共中央 国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》	中共中央 国务院	化肥农药使用量持续减少, 农村生态环境得到明显改善。持续推进化肥农药减量增效。
2021 年 12 月	《“十四五”推进农业农村现代化规划》	国务院	深入开展测土配方施肥, 持续优化肥料投入品结构, 增加有机肥使用, 推广肥料高效施用技术。到 2025 年, 主要农作物化肥、农药利用率均达到 43% 以上。
2022 年 12 月	《到 2025 年化肥减量化行动方案》	农业农村部	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”
2024 年 2 月	《关于做好 2024 年春耕及全年化肥保供稳价工作的通知》	国家发展与改革委员会	稳定化肥生产、加强原料保障、促进化肥流通、优化化肥储备监督管理、持续推进科学施肥增效等

资料来源: 中国政府网, 中信证券研究部

除减量增效外，政策还指导行业转型升级。我国复合肥市场以通用型产品为主，专用型复合肥其次，高效肥仅占较小比例，这种结构与实际需求不符，导致通用型肥效低、污染严重，专用型处于普及期，而高效肥肥效高且环保，但因价格高导致难以推广。高效肥是指通过对作物营养供应各个环节的精准设计与把控，最大限度提高肥料利用效率的肥料，其形式多样，又有新型肥料、特种肥料等不同叫法。

图 37：主要新型肥料种类



资料来源：百川盈孚，共研网，中信证券研究部

2015 年出台的《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》，将大力推广缓释肥料、水溶性肥料、液体肥料、叶面肥、生物肥料、土壤调理剂等高效新型肥料列为重点措施。同年，工信部出台《关于推进化肥行业转型发展的指导意见》，鼓励开发高效、环保新型肥料，力争 2020 年实现新型肥料施用量占比提升至 30%。2019 年本与 2024 年本《产业结构调整指导目录》，均将新型肥料列入鼓励类。据睿略信息咨询微信公众号，2023 年全球、中国可溶性肥料市场规模分别为 1827.8、652.16 亿元，预计至 2029 年全球可溶性肥料市场复合年增长率为 7.55%。国家积极促进新型肥料研发推广，高效肥极具增长潜力。心连心正逐步加大对高效肥及差异化产品的推广，该业务有望成为新增长点。

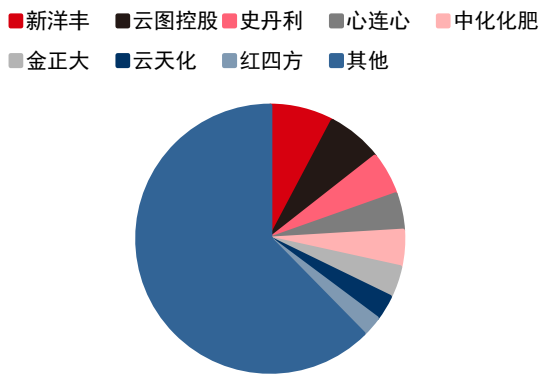
表 5：新型复合肥料有关政策

时间	政策名称	部门	内容
2015 年 2 月	《化肥农药减施增效综合技术研发重点专项实施方案（建议稿）》	科技部	构建化肥农药减施增效与高效利用的理论、方法和技术体系，到 2020 年，项目区氮肥利用率由 33% 提高到 43%，磷肥利用率由 24% 提高到 34%，化肥氮磷减施 20%，农作物平均增产 3%。
2015 年 7 月	《关于推进化肥行业转型发展的指导意见》	工信部	鼓励开发高效、环保新型肥料，力争到 2020 年，我国新型肥料的施用量占总体化肥使用量的比重从目前的不到 10% 提升到 30%
2015 年 9 月	《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》	农业农村部	加快新产品推广。示范推广缓释肥料、水溶性肥料、液体肥料、叶面肥、生物肥料、土壤调理剂等高效新型肥料，不断提高肥料利用率，推动肥料产业转型升级。
2019 年 10 月	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	国家发改委	将优质钾肥及各种专用肥、水溶肥、液体肥、中微量元素肥、硝基肥、缓控释肥的生产，以及绿色肥料、水肥一体化、有机肥料产业化、生物质液体有机肥等列为鼓励类
2023 年 12 月	《产业结构调整指导目录（2024 年本）》	国家发改委	将优质钾肥、新型肥料、有机肥料产业化、水肥一体化技术与应用等列为鼓励类

资料来源：中国政府网，中信证券研究部

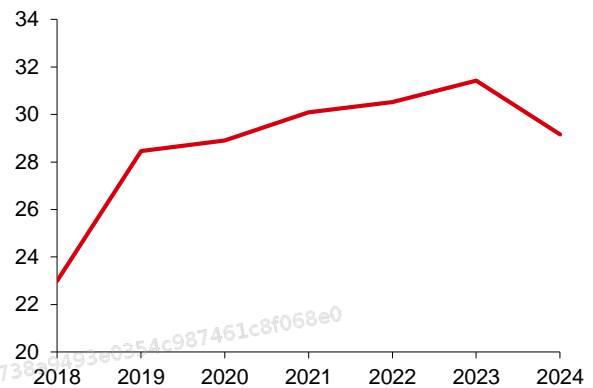
复合肥行业集中度低，公司产能扩张同时布局高效肥有望扩大市占率。据卓创资讯，2024 年国内复合肥产能达到 18405 万吨，同比+9.1%，2024 年产量为 5266 万吨，同比+0.9%，开工率仅为 28.6%。据卓创资讯，2023 年行业产能集中度 (CR10) 为 31%，2024 年降至 29%，头部企业占据大部分市场份额，竞争力较强，2023 年头部企业 (CR10) 销量占表观消费量 40%以上，中后部企业产能密集而市场份额相对较少，竞争激烈。据百川盈孚，预计 2025 年国内复合肥仍有 1015 万吨/年的新增产能投产。据公司公告，2025 年，公司预计复合肥产能将达到 445 万吨/年，产能占比将较 2024 年有所提升。2023 年，公司复合肥毛利率为 13%，24Q3 为 17%，同比+5pcts，企业在产品与成本控制方面具备提升空间。随着心连心高效肥布局与差异化打法日趋成熟，品牌效应日益显现，将有望进一步扩大市场占有率。

图 38：2023 年主要企业复合肥销量占比



资料来源：各公司公告，卓创资讯，中信证券研究部。占比=销量/表观消费量。

图 39：复合肥产能集中度 (CR10)

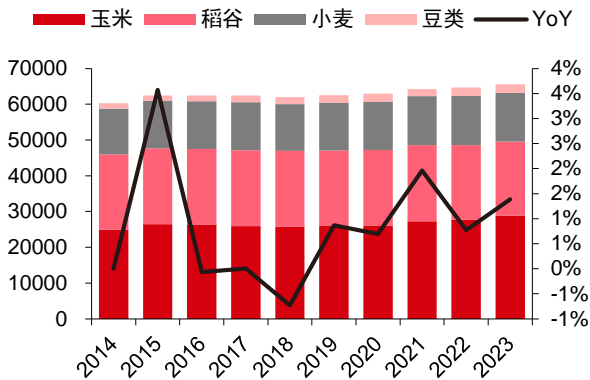


资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

需求端：需求保持稳定，高效肥前景广阔

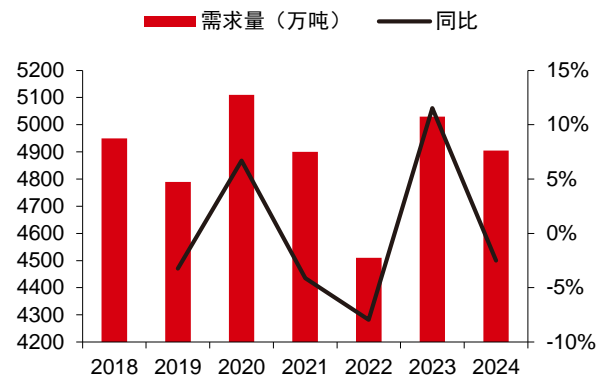
粮食播种面积增长带动复合肥下游需求稳健。2023 年，国内复合肥需求量为 5030 万吨，同比增长 11.3%。2024 年，国内复合肥需求量为 4905 万吨，同比-2.49%。习近平总书记在党的二十大报告中指出，国家要全方位夯实粮食安全根基，牢牢守住 18 亿亩耕地红线。保障国内农业安全与粮食安全，大力推进农田复耕复垦、提高粮食耕地面积等措施的实施，复合肥相关需求受积极影响。据 Wind，2023 年，全国粮食播种面积 17.85 亿亩，比上年度增加 954.6 万亩，增长 0.5%；粮食总产量 13908.2 亿斤，比上年度增加 177.6 亿斤，增长 1.3%；谷物播种面积 14.99 亿亩，比上年度增加 986.3 万亩，增长 0.7%。随着退林还耕、土地流转等政策的实施，我们预计 2025 年复合肥需求量持续稳健，有望维持在 5000 万吨左右。

图 40: 国内主要作物产量 (万吨) 及总产量增长率 (右轴)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

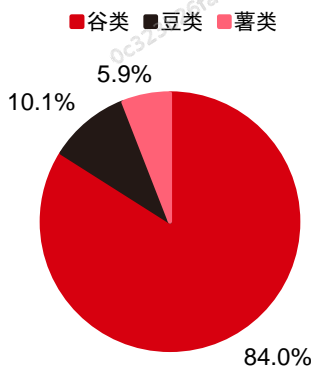
图 41: 国内复合肥需求量及增速 (右轴)



资料来源: 卓创资讯, 中信证券研究部

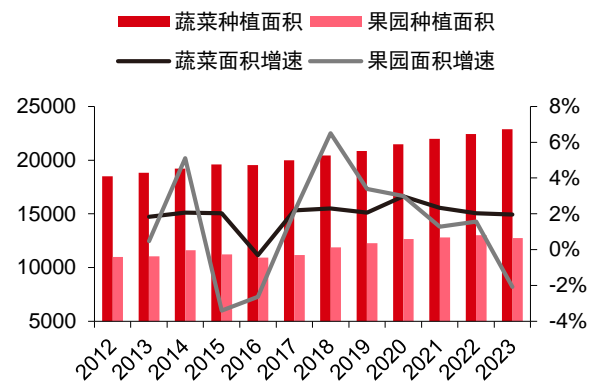
食品消费升级带动蔬菜、水果消费提升, 高效肥需求提升。蔬菜、水果对肥料数量和配比的要求普遍较高, 对复合肥需求量大, 高效肥对于满足各类蔬果种植的差异化需求具有重要意义, 因此针对专门蔬果的专用配方式高端复合肥有较大的发展空间。近十年来, 蔬菜、水果的播种面积保持稳定增长, 复合增速分别为 1.96%和 1.44%, 2023 年播种面积分别为 2287 万公顷与 1274 万公顷, 分别同比+1.96%和-2.09%。蔬菜和果树的种植面积增加显著提高了对高氮型和硫酸钾型复合肥需求, 农业供给侧改革亦刺激高效复合肥需求, 例如控释肥、水溶肥。

图 42: 2023 年农作物种植结构



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

图 43: 蔬菜与果园种植面积 (千公顷) 及增速 (右轴)



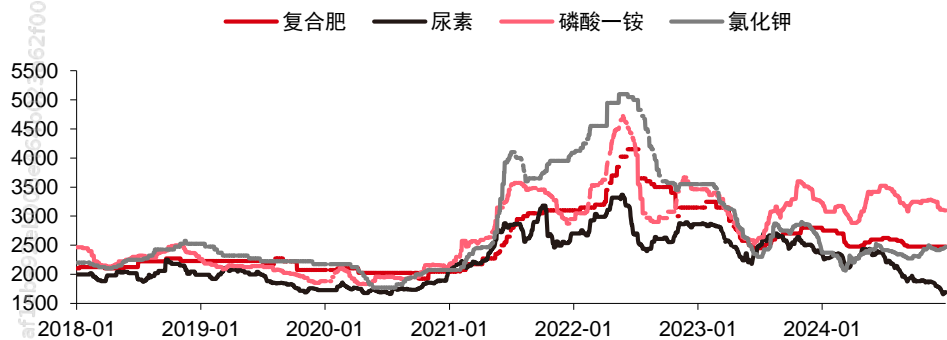
资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

自然条件对复合肥提出新要求, 新型复合肥销量占比超 4 成。首先, 季节性天气变化导致水资源短缺, 从而催生对抗旱复合肥的需求, 这种肥料能够有效提高水分的利用率。其次, 土壤质量的下降促使对改良土壤营养环境肥料的需求增加, 例如通过平衡土壤的酸碱性、提高土壤中微生物的数量以及增加微量元素和有机质的含量等措施来改善土壤状况。此外, 控制碳排放量也提出了对使用可降解、可再生资源制造的肥料以及减少有害物质排放等方面的需求。据农资导报微信公众号, 2023 年, 30 多家头部企业新型肥料销量占复合肥销量的 42.2%, 同比+1.4pcts, 我们预计这一比例未来将持续提升。

价格端：整体价格维持稳定，高效肥具备产品溢价

单质肥价格支撑不足，复合肥均价有所下滑。复合肥原料主要包括尿素、磷酸一铵、氯化钾等，复合肥价格与单质肥价格存在一定的相关性，我们测算，与复合肥的相关性系数分别为 0.85、0.86、0.92。据卓创资讯，2024 年磷酸一铵价格受到磷矿石价格的成本支撑，保持高位运行；钾肥均价同比-19.2%；尿素价格受到高库存影响，较 2023 年同比-17.1%。据卓创资讯，2024 年 1-4 月，受尿素、氯化钾价格双跌影响，复合肥价格较年初下滑-11.6%，年中随尿素、氯化钾逐渐走稳提升，复合肥价格修复至 2625 元/吨。2024 年氨基复合肥、硫基复合肥均价分别为 2577、3052 元/吨，同比分别-8.2%、-4.3%。

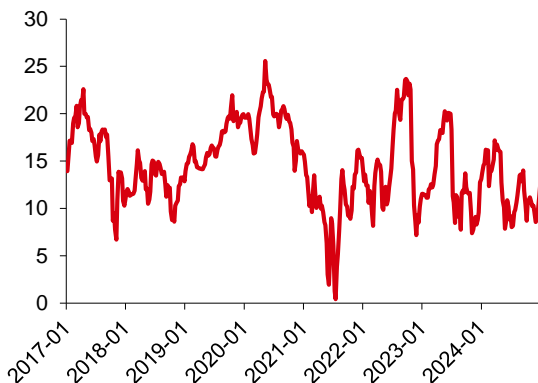
图 44：复合肥及其原料价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

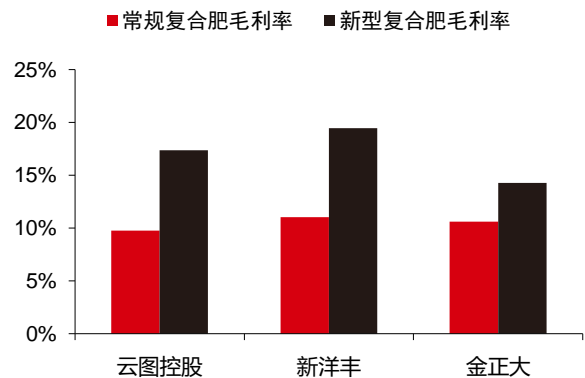
新型复合肥前景广阔，产品溢价增强盈利能力。2015 年工业和信息化部发布《关于推进化肥行业转型发展的指导意见》明确提出促进化肥行业的转型升级，2022 年底，农业农村部制定《到 2025 年化肥减量化行动方案》和《到 2025 年化学农药减量化行动方案》，提出主要措施包括试行氮肥定额制，大力推广缓控释肥、水溶肥、微生物肥等新型肥料，提高配方施肥、机械深施、秸秆还田、有机肥替代化肥等技术到位率。2023 年云图控股/新洋丰/金正大常规复合肥毛利率分别为 9.77%/11.03%/10.61%，新型复合肥毛利率为 17.36%/19.47%/14.27%，远高于常规复合肥毛利率，预计新型复合肥前景广阔。

图 45：复合肥毛利率（%）



资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

图 46：2023 年可比公司常规/新型复合肥毛利率对比



资料来源：各公司年报，中信证券研究部

竞争力：牵头起草行业标准，全力推广高效复合肥

持续攻关推进多种高效肥料研发，牵头起草行业标准。公司与中科院合作研发水触膜复合肥，开启多层控失的新时代，有效控制养分流失；根据新疆土壤特性和作物需肥特性研发莘猛安复合肥料，添加锌、锰以增强光合作用，降低病害，提高产量等。据凤凰网报道，2024年5月公司作为牵头起草单位，成功完成了《含黄腐酸复合肥料》行业标准的最终申报工作。据凤凰网，在起草过程中公司突破技术难题，创新检测方法，检测误差从原来的5倍降低至10%以内，该方法被编入行业标准并获得了中国肥料归口管理单位及众多行业专家的一致赞誉。

表 6：复合肥主要企业新型复合肥进展

公司名称	新型肥料进展
中国心连心化肥	拥有国家企业技术中心、博士后科研工作站、河南省化肥生产系统节能工程技术研究中心等科研平台。响应国家“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。2023年财政年度高效复合肥销量同比增长25%。腐植酸等高效肥市占率行业第一，获得多项发明专利奖项。
金正大	公司控释肥，水溶肥，土壤调节剂均进入成熟运行阶段，拥有多项相关专利。公司组建了国家缓控释肥工程技术研究中心、复合肥料国家工程研究中心、土肥高效利用国家工程研究中心、养分资源高效利用全国重点实验室、农业农村部植物营养与新型肥料创制重点实验室等多个国家级平台，成功开发了提升作物养分吸收和抗逆性、降低生产成本和能耗的水溶肥料产品。研发的高效施用技术在全国范围内的示范推广，显著提高作物产量、节约水资源和肥料，有效控制环境污染。建设了国内首套年产30万吨硫酸联产45万吨硅钙钾镁肥的工业化生产线，土壤调理剂产品富含多种营养元素，可显著改善作物根区土壤微环境，提高作物抗逆性和VC含量，实现作物增产和品质提升。
新洋丰	公司与澳大利亚阿德莱德大学和墨尔本大学在氮、磷和中微量元素增效方面开展合作，成立MAX-IFIC国际新型肥料创新中心。优化了高中低端水溶肥体系产品、围绕氮增效技术、基于生物增效技术、围绕高附加值经济作物等方面均开发了多款产品，其中，大豆专用肥和花生专用肥已经成为行业亮点。围绕六大产品方向（轻简化施肥、全营养要素、生物增效、增碳消障、作物专用肥、水肥一体化）开展了一系列研究，储备了氮磷增效、碳激发技术、根区调控技术、原料改性纳米技术、水溶肥缓冲及隔离技术、新型生物增效剂等一系列新技术。
云图控股	公司建有国家级、省级企业技术中心以及多个省级技术创新平台，掌握硝基复合肥、水溶性肥料、农用硝酸铵钾、肥料级聚磷酸铵等新型肥料的核心技术，参与起草了1项国际标准、2项国家标准（1项在研）、4项行业标准、9项团体标准，参与执行了“十三五”“十四五”国家科技重点研发计划项目，并取得了5项国家级技术成果、近百项发明专利、400多项实用新型专利，连续多年入榜“四川企业技术创新发展能力100强企业”“四川企业发明专利拥有量100强”

资料来源：各公司官网，中信证券研究部

推出差异化高效肥，提高作物亩产和附加值。据公司官网，公司复合肥分为腐植酸、控失、硝基肥、专用肥、氨基酸、水溶肥系列，产品具备差异化和高附加值。公司对不同作物需肥特性进行针对性研发，提供专用配方，为农户所种植的作物提质增产。据心连心农资快讯微信公众号，施用“聚能网”复合肥的香蕉示范田所产香蕉较对照组果重、果长、果茎增幅分别为9.78%、26.57%、9.89%；天下茶香茶叶肥示范田相较于对照组产量提高10%-15%，茶叶中的茶多酚、氨基酸等有效成分含量显著提高。作物产量和品质的提升，使作物附加值提高，农作物售价高、产量大，大幅增加了农户的收入。

表 7：高效复合肥的差异化及优势

系列	代表产品	差异化	优势
腐植酸	黑力旺黄腐酸肥、天香果色黄腐酸硝基复合肥	独创高塔黄腐酸工艺、微量元素螯合技术，含有天然矿源黄腐酸、活性氨基酸。	改良土壤结构、促进根系生长、有效促进果树的花芽分化、活化多种养分、肥料利用率高、增强作物抗性、改善作物品质。
控失	水触膜控失复合肥、新一代控失复合肥	产品遇水后，自动生成一层养分保护膜，减缓养分释放速度。随着作物对养分的吸收，形成层层保护膜，有效地控制养分流失。在作物根部形成水肥耦合体，水分不易挥发损失，保水保肥。	长期施用改良土壤结构，提高肥料利用率，促进作物增产增收。

系列	代表产品	差异化	优势
硝基肥	珍维多高塔硝硫基、高塔硝硫基复合肥	水不溶物低于 1%，溶解迅速，硝态氮上效快，铵态氮肥效长。添加硫、锌、硼等中微量元素，促进养分吸收，增强抗性。	不伤苗、不伤根，使用安全，肥料利用率高。养分配比合理，易吸收，长势旺，提质增产。提高果蔬品质，色泽鲜，口感好。
专用肥	新一代辛得利玉米专用肥、新一代猛得利小麦专用肥、新一代稻香归水稻专用肥、新一代膨得利花生专用肥、薯好达薯类专用肥、天下茶香茶叶肥	根据作物生长需肥特性研发专用配方，促进作物高产和品质提升。	增强水稻抗病虫、抗倒伏、抗根系氧化能力。增强光合作用，增产提质。提高作物中的有效营养成分。
氨基酸	聚能网复合肥、甲多好复合肥、高聚能复合肥	添加聚谷氨酸，生长调节因子，促生长；特添加中微量元素，无激素，促进作物提质增产。	溶解快，吸收充分，肥料利用率高。各种营养元素协同吸收，长势旺盛，增加产量，提高收益。
水溶肥	大量元素水溶肥、心乌金、闪冲仕水溶肥	可提供氮、磷、钾、锌、硼、铁、锰等营养元素，全水溶，无激素。富含羧基、羟基、酚羟基、甲氧基等多种活性官能团适应于滴灌、喷灌、冲施、叶面喷施及无土栽培等。	提高作物各种酶活性，增强作物免疫力和抗逆性，使作物长势健壮，提高作物抗重茬、抗旱、抗病等能力。提高肥料利用率，减肥增效；可促进瓜果蔬菜提前上市；可提高光合作用，促进膨果、着色，提升口感。

资料来源：公司官网，心连心农资快讯微信公众号，中信证券研究部

公司高效复合肥销量占比有望提升，产品高附加值增强盈利能力。据农资导报微信公众号，公司预计 2024 年高效复合肥销售量占总体复合肥销量的 30%左右。随着田间试验的有序开展，营销团队深耕终端，我们预计公司高效复合肥销售占比有望持续增长。高效复合肥相较于普通复合肥附加值更高，按照公司全年复合肥销量 230 万吨测算，假设高效复合肥占比提高 15-25pcts、产品附加值为 100-250 元/吨的情况下，预计公司业绩将提升 0.35-1.44 亿元。

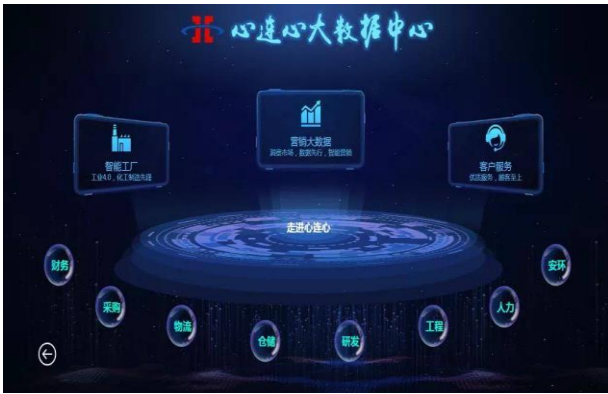
表 8：高效复合肥占比提升对公司业绩的敏感性分析（亿元）

	高效复合肥产品占比提升 (pcts)							
	5	10	15	20	25	30	35	
产品附加值 (元/吨)	50	0.06	0.12	0.17	0.23	0.29	0.35	0.40
	100	0.12	0.23	0.35	0.46	0.58	0.69	0.81
	150	0.17	0.35	0.52	0.69	0.86	1.04	1.21
	200	0.23	0.46	0.69	0.92	1.15	1.38	1.61
	250	0.29	0.58	0.86	1.15	1.44	1.73	2.01
	300	0.35	0.69	1.04	1.38	1.73	2.07	2.42

资料来源：中信证券研究部假设、测算。注：参考 2023 年公司复合肥销售情况，按照公司全年复合肥产品销量 230 万吨测算。产品附加值为高效肥较普通肥的高附加值假设。

技术服务与营销结合，提供种植全流程解决方案。据公司官网，与中国农科院牵头、联合全国 23 个省份的 38 家农业科研院所成立了全国肥效协作网，于 2000 年创建农化服务中心，基层服务网点辐射全国，并配套售前、售中、售后全方位服务。探索建立特色营销服务体系，打造“研、产、供、销”一体化服务平台，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。组织农户参观种植大户、科技示范户，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。上线“心农服”APP、“数智农田”等数字化平台和施肥系统，可进行测土服务、线上专家服务，全面实现专业化、精准化施肥。

图 47：公司大数据中心



资料来源：中化新网

图 48：公司土壤分析化验室



资料来源：中化新网

表 9：全流程解决方案

流程阶段	解决方案
售前	公司在全国建立测土化验室，免费测土服务覆盖耕地重点区域；建立智能配肥站，做到“一袋一配”，土壤数据库涵盖全国主要粮食生产地。配合分散在全国各地一线的高效农业服务中心采样提供的精准测土数据，制作出全国首份企业应用 N、P、K、pH、Org 指标的动态土壤数据地图。
售中	公司上线“心农服”APP，借助移动应用、大数据信息化技术，分析市场需求等数据。从农学堂、专家问答、土库和植保方案等 4 个维度，为农民提供全方位的农技知识、植保方案、专家问诊等在线课堂与专家在线服务。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；连接高校、社会专家、农技专家为农户提供田间管理指导。
售后	公司研发的水肥一体化+一键施肥“数智农田”，可通过“数智农田”微信小程序获取进行数字化施肥。配套智能数据柜，通过智慧农田一键施肥技术，监测土壤湿度、气候环境等实时农田土壤状况，并结合作物的生长周期规律，可以实现自动调整施肥量，实现精准施肥。

资料来源：公司官网，新华社路网，心连心农资资讯微信公众号，中信证券研究部

■ 风险因素

1) 固定床尿素产能出清速度不及预期

据隆众数据统计，固定床、新型煤气化、天然气工艺年均成本分别在 2318 元/吨、1791 元/吨、1895 元/吨，固定床工艺成本水平高于新型煤气化以及天然气工艺。若固定床尿素产能出清速度不及预期，尿素成本无法获得明显的价格优势，将影响公司的盈利能力和毛利率水平。

2) 原材料价格大幅波动

公司的原材料主要为煤，产品价格受国家产业政策、国际市场供需变化、地缘政治因素等多方面的影响。参考国内化肥生产企业，原材料成本通常占化肥行业营业成本的 80%左右，据公司公告，2024 年前三季度原材料成本下滑及生产稳定运动等因素影响，带动整体毛利同比上升 5%。因此，如果原材料价格发生大幅波动将对产品的利润造成显著影响，从而影响公司盈利水平。

3) 高效肥推广进度不及预期

公司通过技术创新、与科研单位合作研发推广的高效肥，在产品销售端可以提升产品附加值，提高公司毛利率水平。据公司公告，目前高效复合肥毛利率达 19%，高于普通肥 4pcts，若高效肥产品推广进度不及预期，将影响公司业绩增速和毛利率水平。

4) 下游需求不及预期

公司下游面向国内农业领域，尿素下游需求中农业占比超过 65%，复合肥施用量占农业化肥施用量的比重上升。若出现极端天气或农作物大幅降价等不利因素，可能导致尿素、复合肥需求不及预期，使得公司产品销量大幅下滑、产品价格下跌，会对公司的盈利情况造成不利影响。

5) 在建工程进展不及预期

公司聚焦基地化发展、规模化经营、高端化产品，通过各基地推行差异化高效肥项目，释放新增优质产能，增强生产能力，提升产品销量，降低消耗及平均成本，提高公司毛利率水平。目前公司尿素销量中高效尿素销售占比达 52%，若相关在建项目进展不及预期，将影响公司的产能扩张计划，进而影响业绩增速和毛利率水平。

6) 安全生产风险

公司产品产线涉及到易燃易爆物质，如液氨、天然气等，生产过程可能产生一氧化碳等有毒气体，一旦发生安全事故，会对公司营业状况造成不利影响，直接影响公司业绩。

7) 行业竞争进一步加剧风险

据卓创资讯，截至 2024 年 11 月，我国尿素产能已达 7721 万吨，且短期内仍有投产计划，预计 2025 年新增产能为 336 万吨，国内总产能将升至 8207 万吨。复合肥供给端产能过剩，整体开工率维持在 30%左右，若行业竞争进一步加剧、需求端跟进不足、出口持续受限，可能导致库存累积，产品价格出现松动，影响公司核心产品尿素的盈利能力。

■ 盈利预测及估值评级

盈利预测

分业务拆分：

化肥业务：主要为尿素和复合肥产品销售。

尿素

销量和价格: 据公司公告, 公司 2022 和 2023 年尿素产能分别为 320 万和 390 万吨, 公司尿素生产部分自用, 2022 年外销量为 217.3 万吨, 2023 年销量同比+9%。2023 年公司尿素销量增加的主要原因是新增产能的有效释放, 出口量同比+12%。价格方面, 2023 年平均售价同比-7%, 单吨价格约 2300 元左右。考虑到公司未来的产能扩张规划、行业集中度有望提升以及需求的稳步增长预期, 我们预计公司 2024-2026 年销量同比增长率分别为 9%、11%、30%; 价格方面受到出口受限和高位库存的影响, 预计 2024-2026 年价格同比变化分别为-13%、-17%、+2%。

毛利率: 据公司公告, 2022 和 2023 年尿素外售毛利率分别为 28%和 29%, 毛利率增长主要受到煤炭供需宽松导致的原材料价格下滑, 从而使尿素的生产成本降低了 9%。考虑到公司新增产能的成本优势, 我们预计毛利率将逐步上行, 预计 2024-2026 年公司外售尿素毛利率分别为 29.0%、29.5%、30.0%。

复合肥

销量和价格: 据公司公告, 公司 2022 和 2023 年复合肥产能分别为 348 万和 365 万吨, 2023 年外销量为 230.5 万吨, 其中高效肥销量同比+25%。公司通过多基地布局的优势辐射各个耕地区域, 强化渠道和品牌建设, 支撑销量增长。我们预计 2024-2026 年公司销量伴随新增产能投放和销售覆盖面积增加持续增长, 增速分别为 3%、25%、8%。价格方面, 2023 年平均售价同比-13%, 单吨价格约 2600 元-2700 元左右。考虑到单质肥对于复合肥价格支撑有限, 我们预计 2024-2026 年复合肥价格同比变化分别为-4%、-1%、+2%。

毛利率: 据公司公告, 2022 和 2023 年复合肥毛利率基本持平, 保持在 13%左右。据公司官网, 公司 2024 年前三季度复合肥毛利率为 17%, 同比+5pcts, 考虑到公司未来计划大力推广高附加值的差异化复合肥, 提升毛利率水平, 我们预计毛利率将逐步上行, 预计 2024-2026 年公司复合肥毛利率分别为 17.0%、17.5%、18.0%

化工业务

销量和价格: 公司化工业务板块包括车用尿素、甲醇、二甲醚、三聚氰胺、DMF、聚甲醛等, DMF, 销量整体波动不大, 预计 2024-2026 年 DMF 和聚甲醛销量逐步增长, 整体化工业务销量小幅上行。价格方面, 我们预计化工产品价格 2024 年有所下滑, 2025 和 2026 年部分产品价格有望出现小幅反弹。

毛利率: 2022 和 2023 年, 公司化工业务毛利率分别为 10%和 8%。考虑到 2024 年化工景气下行, 多数化工产品价格大幅下滑, 利润率承压。我们预计 2024-2026 年公司化工业务毛利率分别为 7.0%、6.5%、6.5%。

表 10: 分业务业绩拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计					
营收 (亿元)	230.72	234.75	218.76	229.88	257.95
YoY	37.2%	1.7%	-6.8%	5.1%	12.2%
成本 (亿元)	187.23	192.88	176.95	186.43	206.51
YoY	50.7%	3.0%	-8.3%	5.4%	10.8%
毛利润 (亿元)	43.49	41.87	41.81	43.45	51.43
YoY	-0.9%	-3.7%	-0.1%	3.9%	18.4%
毛利率	18.8%	17.8%	19.1%	18.9%	19.9%
YoY (pcts)	-7.25	-1.01	1.28	-0.21	1.04
化肥业务					
尿素					
产能 (万吨)	320	390	390	505	605
销量 (万吨)	271	295	322	356	463
YoY	13%	9%	9%	11%	30%
均价 (元/吨)	2519	2334	2030	1685	1719
YoY	21.4%	-7.3%	-13%	-17%	2%
营收 (亿元)	68.3	68.7	65.3	60.0	79.6
成本 (亿元)	49.2	48.7	46.4	42.3	55.7
毛利 (亿元)	19.1	20.1	18.9	17.7	23.9
毛利率	28.0%	29.2%	29.0%	29.5%	30.0%
复合肥					
产能 (万吨)	348	365	395	445	500
销量 (万吨)	199	230	237	297	320
YoY	26%	16%	3%	25%	8%
均价 (元/吨)	3077	2666	2559	2533	2584
YoY	29.2%	-13.4%	-4%	-1%	2%
营收 (亿元)	61.2	61.3	60.5	75.2	82.6
成本 (亿元)	53.3	53.4	50.2	62.0	67.7
毛利 (亿元)	7.9	7.9	10.3	13.2	14.9
毛利率	12.8%	12.9%	17.0%	17.5%	18.0%
化工业务					
营收 (亿元)	58.1	56.4	42.2	43.4	44.0
成本 (亿元)	52.2	52.0	39.2	40.6	41.2
毛利 (亿元)	5.9	4.4	2.9	2.8	2.9
毛利率	10.1%	7.8%	7.0%	6.5%	6.5%
其他					
营收 (亿元)	43.2	48.3	50.8	51.3	51.8
成本 (亿元)	32.5	38.9	41.1	41.5	41.9
毛利 (亿元)	10.7	9.5	9.6	9.7	9.8
毛利率	24.7%	19.6%	19.0%	19.0%	19.0%

资料来源: 公司公告, 卓创资讯, 百川盈孚, 中信证券研究部预测

费用率假设

公司经营能力稳健, 2022 和 2023 年公司销售费用率分别为 2.3%和 2.6%, 我们预计 2024-2026 年销售费用率与 2023 年持平; 2022 和 2023 年公司管理费用率分别为 4.6%和 5.5%, 我们预计公司管理费用率持续改善, 2024-2026 年管理费用率分别为 5.00%、4.75%、4.50%。2022 和 2023 年公司财务费用率分别为 2.85%和 2.44%, 2024 年中报

中公司财务费用有所下降,我们预计公司财务费用将逐步改善,2024-2026年财务费用分别为2.0%、2.1%、2.1%。

核心财务数据预测

我们坚定看好公司立足于尿素和复合肥基本盘,进行低成本产能的持续扩张,提升市占率和差异化占比,未来实现营收和归母净利润的稳定增长。我们预计公司2024-2026年归母净利润为17.14/13.03/16.84亿元,对应2024-2026年EPS预测为1.34/1.02/1.31元。

表 11: 2022-2026 年公司盈利预测及估值水平

项目/年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23,072	23,475	21,876	22,988	25,795
营业收入(百万港元)	26,923	26,659	23,778	24,987	28,038
营业收入增长率 YoY	37.2%	1.7%	-6.8%	5.1%	12.2%
净利润(百万元)	1,326	1,187	1,714	1,303	1,684
净利润(百万港元)	1,548	1,348	1,863	1,417	1,830
净利润增长率 YoY	2.5%	-10.5%	44.4%	-24.0%	29.2%
核心净利润(百万元)	1,326	1,187	1,714	1,303	1,684
核心净利润(百万港元)	1,548	1,348	1,863	1,417	1,830
每股收益 EPS(基本)(元)	1.03	0.92	1.34	1.02	1.31
每股收益 EPS(基本)(港元)	1.21	1.05	1.45	1.10	1.43
每股净资产(元)	5.37	5.99	7.10	7.82	8.90
每股净资产(港元)	6.26	6.80	7.72	8.51	9.68
核心净利润每股收益 EPS(基本)(元)	1.03	0.92	1.34	1.02	1.31
核心净利润每股收益 EPS(基本)(港元)	1.21	1.05	1.45	1.10	1.43
毛利率	18.8%	17.8%	18.0%	17.8%	18.9%
净利率	5.7%	5.1%	7.8%	5.7%	6.5%
核心净利润率	5.7%	5.1%	7.8%	5.7%	6.5%
净资产收益率 ROE	19.3%	15.4%	18.8%	13.0%	14.7%
PE	3.2	3.6	2.7	3.5	2.7
PE*	3.2	3.6	2.7	3.5	2.7
PB	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
PS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	3.9	4.1	3.3	3.6	3.0

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测。注: 股价为 2025 年 1 月 16 日收盘价

估值评级

可比公司:

中化化肥, 中国最大的化肥供应商, 据公司公告, 化肥年销量超 700 万吨, 产品线覆盖磷、钾、复合肥以及新型肥料等领域。**中海石油化学**, 主要产品包括天然气尿素、复合肥, 据公司公告, 尿素年产能 184 万吨, 磷复肥年产能 100 万吨。**华鲁恒升**, 国内煤头尿素生产企业, 据公司公告, 尿素产能为 307 万吨/年, 且具有极强的成本控制能力。

相对估值法

公司作为国内化肥的主要销售企业, 经营稳定, 发展差异化高效肥, 赋予公司长期成长性, 我们看好公司的中长期发展; 同时, 考虑到公司主营业务属于周期行业, 资产较重, 我们选取相对估值法中的 PE 估值和 PB 估值对公司分别进行估值。

我们采用 PE 法对公司估值，给予公司目标价为 6.6 港元。根据 Wind 一致预测，中化化肥、中海石油化学、华鲁恒升现价对应 2025 年 PE 分别为 5.5、6.7、8.8 倍。其中，华鲁恒升为 A 股上市公司，考虑到港股流动性影响，按照与公司同属于周期性行业且在 AH 股上市的中国石化、鞍钢股份、紫金矿业近 2 年 AH 溢价率平均值（37.8%）计算，给予公司 0.70 倍估值折价。与两家港股上市公司进行平均后，给予公司 2025 年 6 倍 PE，对应目标价 6.6 港元。

我们采用 PB 法对公司估值，给予公司目标价为 5.5 港元。根据 Wind 一致预测，中化化肥、中海石油化学、华鲁恒升现价对应 2025 年 PB 分别为 0.7、0.4、1.2 倍，其中，华鲁恒升为 A 股上市公司，考虑到港股流动性影响，按照与公司同属于周期性行业且在 AH 股上市的中国石化、鞍钢股份、紫金矿业近 2 年 AH 溢价率平均值（43.4%）计算，给予公司 0.70 倍估值折价。与两家港股上市公司进行平均后，给予公司 2025 年 0.65 倍 PB，对应目标价 5.5 港元。

表 12：可比公司估值

公司	2025E PE	2025E PB
中化化肥	5.5	0.65
中海石油化学	6.7	0.45
华鲁恒升	6.1	0.86
平均	6.1	0.65
中国心连心化肥	3.5	0.47

资料来源：Wind 一致预期，中信证券研究部预测。注：可比公司估值为 Wind 一致预期，股价为 2025 年 1 月 16 日收盘价。

综合考虑 PE 和 PB 估值方法，按照孰低原则，给予公司目标价 5.5 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

利润表 (百万元)

指标名称	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	23,072	23,475	21,876	22,988	25,795
营业成本	(18,723)	(19,288)	(17,944)	(18,901)	(20,913)
毛利	4,349	4,187	3,932	4,088	4,882
销售费用	(529)	(618)	(569)	(598)	(671)
管理费用	(1,072)	(1,299)	(1,094)	(1,092)	(1,161)
研发费用	0	0	0	0	0
融资收入净额	(662)	(580)	(453)	(499)	(542)
销售成本、综合开 销及行政管理费 用	0	0	0	0	0
原材料	0	0	0	0	0
折旧和摊销	0	0	0	0	0
租赁费	0	0	0	0	0
其他收益	0	0	790	0	0
投资收益	5	1	2	3	2
营业利润	4,449	4,446	4,417	4,595	5,411
利润总额	2,181	1,940	2,834	2,142	2,767
所得税费用	(372)	(302)	(485)	(356)	(455)
税后利润	1,808	1,637	2,349	1,787	2,312
少数股东损益	482	450	634	483	629
归属于母公司股 东的净利润	1,326	1,187	1,714	1,303	1,684
核心净利润	1,326	1,187	1,714	1,303	1,684
EBITDA	4,260	4,043	5,010	4,599	5,485

资产负债表 (百万元)

指标名称	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,470	1,163	2,073	1,182	2,114
存货	1,699	1,597	1,531	1,622	1,754
应收及预付款	2,250	1,739	1,621	1,883	1,978
其他流动资产	811	1,085	1,091	1,124	1,147
流动资产	6,231	5,583	6,316	5,811	6,993
物业、厂房及设备	19,458	20,236	22,358	25,448	28,321
联营及合营公司的 权益	107	108	108	108	108
无形资产	59	70	72	74	76
其他长期资产	2,012	3,136	3,070	3,203	3,316
非流动资产	21,636	23,550	25,608	28,833	31,821
资产总计	27,867	29,133	31,924	34,644	38,814
短期借款	5,556	4,469	5,268	5,747	6,449
应付款及应计费用	3,079	4,415	4,114	4,368	5,159
合同负债	1,514	1,346	1,254	1,318	1,479
其他流动负债	392	214	206	180	200
流动负债	10,541	10,444	10,843	11,613	13,287
长期借款	6,779	7,165	7,565	8,115	8,515
其他长期负债	979	1,014	949	934	1,019
非流动性负债	7,759	8,179	8,514	9,049	9,534
负债合计	18,299	18,622	19,357	20,661	22,821
归属于母公司所有 者权益合计	6,886	7,688	9,109	10,041	11,423
少数股东权益	2,682	2,823	3,458	3,941	4,570
股东权益合计	9,568	10,511	12,567	13,983	15,993
负债股东权益总计	27,867	29,133	31,924	34,644	38,814
夹层权益	-	-	-	-	-
负债所有者权益和 夹层权益总计	27,867	29,133	31,924	34,644	38,814

主要财务指标

指标名称	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率					
营业收入(%)	37.2%	1.7%	-6.8%	5.1%	12.2%
营业利润(%)	-0.5%	-0.1%	-0.6%	4.0%	17.7%
核心净利润(%)	2.5%	-10.5%	44.4%	-24.0%	29.2%
归母净利润(%)	2.5%	-10.5%	44.4%	-24.0%	29.2%
利润率					
毛利率(%)	18.8%	17.8%	18.0%	17.8%	18.9%
EBIT Margin(%)	12.3%	10.7%	15.0%	11.5%	12.8%
EBITDA Margin(%)	18.5%	17.2%	22.9%	20.0%	21.3%
净利率(%)	5.7%	5.1%	7.8%	5.7%	6.5%
核心净利润率(%)	5.7%	5.1%	7.8%	5.7%	6.5%
回报率					
净资产收益率(%)	19.3%	15.4%	18.8%	13.0%	14.7%
总资产收益率(%)	4.8%	4.1%	5.4%	3.8%	4.3%
其他					
资产负债率(%)	65.7%	63.9%	60.6%	59.6%	58.8%
所得税率(%)	17.1%	15.6%	17.1%	16.6%	16.4%
股利支付率(%)	23.2%	24.6%	21.7%	23.2%	23.2%
费用率					
销售费用率(%)	2.3%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
管理费用率(%)	4.6%	5.5%	5.0%	4.8%	4.5%
研发费用率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用率(%)	2.9%	2.5%	2.1%	2.2%	2.1%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后利润	1,808	1,637	2,349	1,787	2,312
折旧和摊销	1,418	1,524	1,724	1,958	2,175
营运资金的变化	-630	1,097	-192	-66	752
其他经营现金流	1,787	1,068	450	496	540
经营现金流合计	4,383	5,326	4,332	4,175	5,780
资本支出	-3,770	-3,469	-3,817	-5,017	-5,017
其他投资现金流	46	-5	37	-163	-145
投资现金流合计	-3,724	-3,475	-3,780	-5,180	-5,162
权益变动	298	-36	-	-	-
负债变动	934	-649	1,204	1,034	1,107
股息支出	-361	-477	-293	-371	-302
其他融资现金流	-954	-996	-553	-549	-492
融资现金流合计	-82	-2,158	359	114	313
现金及现金等价 物净增加额	577	-307	911	-891	931
期初现金及现金 等价物	893	1,470	1,163	2,073	1,182
期末现金及现金 等价物	1,470	1,163	2,073	1,182	2,114

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；中国香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以韩国 KOSDAQ 指数或 KOSPI 指数为基准；日本市场以日经 225 指数为基准；中国台湾市场以台湾加权指数为基准；法国市场以法国 CAC 40 指数为基准；意大利市场以意大利富时 MIB 指数为基准；德国市场以德国 DAX 指数为基准；瑞士市场以瑞士 SMI 指数为基准；英国市场以英国富时 100 指数为基准；新加坡市场以新加坡海峡时报指数为基准；泰国市场以泰国 SET 指数为基准；印度尼西亚市场以印度尼西亚 JCI 指数为基准；马来西亚市场以富时大吉隆坡综合指数为基准；巴西市场以巴西 IBOVESPA 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd. 地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624, 电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）042/11/2022。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ00001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH00001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM00010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

马来西亚：本研究报告由中信证券制作。对身在马来西亚的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2025 版权所有。保留一切权利。