國投證券國際 SDICSI

2026 年 10 月 30 日

中国心连心化肥(1866.HK)

公司动态分析

证券研究报告

化肥

四季度产能利用率恢复为盈利修复的关键

三季度收入 73.1 亿元、同比增长 38.0%，归母净利润 2.2 亿元、同比增长 8.0%，增速较上半年明显放缓，主要受各基地集中检修推升尿素单季生产成本影响。我们认为，检修属年度计划内的阶段性扰动，四季度装置恢复高负荷运行叠加新乡项目的投产，盈利将释放。我们按照公司 2027 年预估市盈率 9x，维持目标价 15.3 港元/股，买入评级。

报告摘要

前三季度量价齐升，盈利增速显著跑赢营收。前三季度营业收入 230.5 亿元同比增长 28.3%，归母净利润 11.4 亿元同比增长 42.3%。单三季度收入 73.1 亿元同比增长 38.0%，归母净利润 2.2 亿元同比增长 8.0%。

单三季度化肥承压、精细化工改善，结构分化明显。三季度，尿素销量 128.3 万吨、同比增长 73.0%，均价 1851 元/吨、同比增长 4.0%，但蒸汽与电力单耗上升带动平均生产成本同比增长 8.0%，叠加原料煤价同比增长约 10%、销售成本同比增长 18.0%，单季毛利率降至 17.0%、同比下降 10 个百分点；复合肥受秋季备肥节奏后移影响，销量 48.7 万吨、同比下降 15.0%，均价 2755 元/吨、同比增长 8.0%，毛利率 12.0%、同比下降 2 个百分点。精细化工端全面改善，DMF 销量 9.2 万吨、同比增长 51.0%，均价 4143 元/吨、同比增长 19.0%，毛利率 19.0%、同比上升 6 个百分点；聚甲醛销量 1.8 万吨、同比增长 17.0%，毛利率 13.0%、同比上升 9 个百分点；三聚氰胺销量 3.1 万吨、同比下降 3.0%，毛利率 35.0%、同比上升 1 个百分点。

项目建设进入收获期，四季度产能利用率恢复是盈利修复的关键。新乡基地已于 9 月投产，带动该基地液氨、尿素单位生产成本分别下降 45 元/吨和 26 元/吨；准东一期 32 万吨三聚氰胺与 50 万吨高效复合肥项目已进入联动试车，预计四季度投产。展望四季度，各基地检修已全面完成，装置可保持高负荷稳定运行，冬储与商业储备采购同步启动、出口配额分批有序释放，叠加准东项目投产，盈利环比修复。

投资建议。我们认为中国心连心化肥作为国内尿素与复合肥龙头，新增产能释放叠加高效肥结构升级，盈利改善具备延续性。预计 2026/2027/2028 年归母净利润分别为 13.7/18.2/21.2 亿元。参考公司历史估值区间及可比公司估值，我们按照 2027 年预估市盈率 9x，维持目标价 15.3 港元/股，买入评级。

风险提示：出口不及预期；价格竞争；原材料成本上升。

财务及估值摘要

(年结 31/12；百万元人民币)	FY 2024A	FY 2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
销售收入	23,128	25,352	30,676	36,198	39,709
增长率（%）	-1.5%	9.6%	21.0%	18.0%	9.7%
净利润	1,459	932	1,372	1,815	2,121
增长率（%）	23.0%	-36.1%	47.2%	32.3%	16.8%
毛利率（%）	17.0%	15.0%	17.1%	17.4%	17.5%
净利润率（%）	6.3%	3.7%	4.5%	5.0%	5.3%
ROE,平均（%）	17.5%	10.0%	13.4%	15.8%	16.3%
每股盈利（人民币元）	1.18	0.75	1.10	1.46	1.70
每股净资产（人民币元）	7.22	7.81	8.66	9.78	11.05
市盈率（x）	7.0	11.1	7.5	5.7	4.8
市净率（x）	1.1	1.1	1.0	0.8	0.7
股息收益率（%）	3.1%	3.9%	4.0%	5.3%	6.2%

数据来源：公司资料，国投证券国际预测

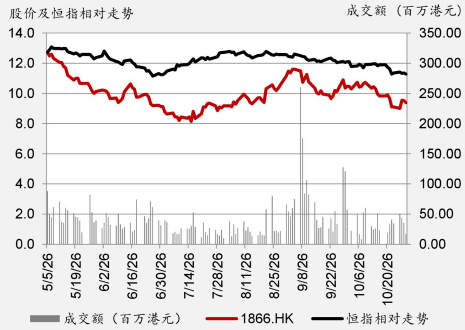
投资评级：	买入
	维持买入评级
6 个月目标价	15.3 港元
股价 2026-10-29	9.4 港元

总市值(亿港元)	119.49
流通市值(亿港元)	119.49
总股本(亿股)	12.73
流通股本(亿股)	12.73
12 个月低/高(港元)	7.9/13
平均成交(百万港元)	45.95

股东结构

刘兴旭及其一致行动人	35.8%
员工信托持股	16.0%
闫蕴华及其控股公司	3.8%
其他	44.4%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-7.02	15.09	-31.60
绝对收益	-13.85	3.87	24.90

数据来源：彭博、港交所、公司

王强 分析师

jimmywang@sdicsi.com.hk

SFC CE No.:BGJ404

本报告版权属于国投证券（香港）有限公司，各项声明请参见报告尾页

附表：财务报表预测

损益表

人民币百万元 财务年度截至12月31日	24年 实际	25年 实际	26年 预测	27年 预测	28年 预测
收入	23,128.3	25,352.5	30,676.5	36,198.3	39,709.5
毛利	3,931.1	3,808.0	5,245.7	6,298.5	6,949.2
其他收入	1,061.2	410.6	279.2	251.3	263.9
销售及管理费用	(2,031.3)	(2,107.6)	(2,607.5)	(2,895.9)	(3,097.3)
其他开支	(89.4)	(48.0)	(49.4)	(50.2)	(50.9)
营业利润	2,871.5	2,063.1	2,868.0	3,603.8	4,064.8
财务费用	(495.0)	(479.7)	(571.5)	(565.8)	(515.5)
税前盈利	2,376.4	1,583.4	2,296.4	3,038.0	3,549.3
所得税	(362.8)	(280.4)	(390.4)	(516.5)	(603.4)
少数股东应占利润	554.2	371.0	533.7	706.0	824.9
归母净利润	1,459.4	932.0	1,372.4	1,815.5	2,121.1
增长					
总收入(%)	-1.5%	9.6%	21.0%	18.0%	9.7%
每股收益(%)	21.3%	-36.5%	47.4%	32.3%	16.8%

财务分析

人民币百万元 财务年度截至12月31日	24年 实际	25年 实际	26年 预测	27年 预测	28年 预测
盈利能力					
毛利率(%)	17.0%	15.0%	17.1%	17.4%	17.5%
净利率(%)	6.3%	3.7%	4.5%	5.0%	5.3%
ROE(%)	17.5%	10.0%	13.4%	15.8%	16.3%
营运表现					
SG&A/收入(%)	8.8%	8.3%	8.5%	8.0%	7.8%
实际税率(%)	15.3%	17.7%	17.0%	17.0%	17.0%
库存周转	32.5	33.2	33.7	33.8	33.8
应付账款天数	30.1	38.4	37.7	35.3	32.8
应收账款天数	15.4	15.5	16.0	16.0	15.8
财务状况					
净负债/股本	2.2	2.6	2.7	2.5	2.1
收入/总资产	0.71	0.65	0.69	0.77	0.82
总资产/股本	3.63	3.98	4.10	3.86	3.53

资产负债表

人民币百万元 财务年度截至12月31日	24年 实际	25年 实际	26年 预测	27年 预测	28年 预测
现金	887.2	1,199.5	1,433.2	1,270.1	1,635.6
应收账款	974.7	1,077.2	1,342.5	1,584.2	1,720.5
存货	1,710.3	1,958.3	2,345.9	2,768.1	3,036.6
其他流动资产	2,728.5	2,577.6	2,735.6	2,342.0	1,786.8
总流动资产	6,300.7	6,812.6	7,857.2	7,964.4	8,179.5
固定资产	22,981.1	29,067.4	33,029.2	35,486.0	36,753.5
矿权	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他固定资产	3,236.5	2,880.4	3,362.1	3,573.2	3,684.1
总资产	32,518.2	38,760.4	44,248.5	47,023.6	48,617.2
应付帐款	1,581.5	2,264.9	2,627.3	2,890.1	2,947.9
短期银行贷款	5,267.2	3,301.2	3,598.3	3,562.3	2,956.7
其他短期负债	4,519.3	5,401.9	6,112.8	6,529.5	7,035.7
总短期负债	11,368.0	10,968.0	12,338.4	12,981.9	12,940.3
长期银行贷款	7,588.1	13,095.5	15,452.7	15,298.2	14,227.3
其他负债	1,040.4	1,500.6	1,687.9	1,864.2	2,169.0
总负债	19,996.5	25,564.1	29,479.0	30,144.2	29,336.6
少数股东权益	3,560.6	3,451.6	3,985.3	4,691.3	5,516.2
股东权益	8,961.2	9,744.7	10,784.2	12,188.0	13,764.4
每股账面值(元)	7.22	7.81	8.66	9.78	11.05
营运资金	(5,067.2)	(4,155.4)	(4,481.2)	(5,017.5)	(4,760.8)

现金流量表

人民币百万元 财务年度截至12月31日	24年 实际	25年 实际	26年 预测	27年 预测	28年 预测
经营活动					
营运资金变动前	3,884.4	4,017.0	4,699.7	5,729.2	6,554.4
营运资金变化	(171.8)	(359.9)	(65.6)	403.5	628.5
所得税	(362.8)	(280.4)	(390.4)	(516.5)	(603.4)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运现金流	3349.8	3376.8	4243.7	5616.3	6579.5
投资活动					
资本开支	(5,028.6)	(6,024.5)	(6,517.1)	(5,243.1)	(4,267.4)
其他投资活动	737.7	609.5	34.0	30.6	137.9
投资活动现金流	(4,290.9)	(5,415.0)	(6,483.1)	(5,212.5)	(4,129.5)
融资活动					
负债变化	1191.6	2857.1	2880.4	(157.7)	(1542.7)
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他融资活动	(525.8)	(506.6)	(407.3)	(409.3)	(541.7)
融资活动现金流	665.8	2350.5	2473.2	(567.0)	(2084.4)
现金变化	(275.3)	312.3	233.8	(163.2)	365.5
期初持有现金	1,162.6	887.2	1,199.5	1,433.2	1,270.1
期末持有现金	887.2	1,199.5	1,433.2	1,270.1	1,635.6

数据来源：公司资料，国投证券国际预测

本报告版权属于国投证券（香港）有限公司，各项声明请参见报告尾页

客户服务热线

香港：2213 1888　　国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司（国投证券国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国投证券国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。 此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

国投证券（香港）有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼　　电话：+852-2213 1000　　传真：+852-2213 1010