国泰海通证券 GUOTAI HAITONG SECURITIES

化肥龙头企业，产销规模进一步扩大

中国心连心化肥(1866)

基础化工

■ 中国心连心化肥首次覆盖

姓名	电话	邮箱	登记编号
刘威(分析师)	0755-82764281	liuwei7@gtht.com	S0880525040100
李智(分析师)	021-23185842	lizhi3@gtht.com	S0880525040045

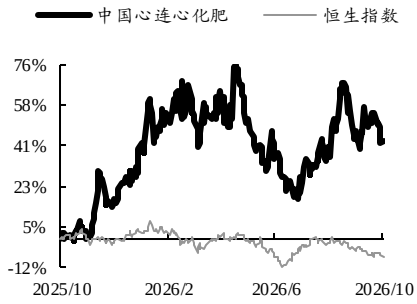
评级： 增持

当前价格(港元):	9.90

交易数据

52 周内股价区间(港元)	7.21-12.73
当前股本(百万股)	1,283
当前市值(百万港元)	12,704

52周股价走势图



相关报告

本报告导读：

四大生产基地覆盖化肥和化工产品，尿素、复合肥销量市场领先，26年上半年随着新增产能投放，主要产品销量规模进一步扩大。

投资要点：

- 首次覆盖给予“增持”评级。我们预测公司 2026-2028 年 EPS 为 1.19、1.48、1.79 元人民币，增速为 63.5%、24.4%、20.9%。考虑行业平均估值，给予 2026 年 11 倍 PE，目标价 13.09 元。
- **四大生产基地覆盖化肥和化工产品。**心连心化肥 2009 年在香港联交所主板上市，在河南新乡、江西九江、新疆玛纳斯和广西贵港设有生产基地，核心产品包括尿素、复合肥、液氨、甲醇、三聚氰胺、DMF 及聚甲醛。2026 年上半年，公司实现营业收入 157.40 亿元，同比增长 24%；净利润 12.30 亿元，同比增长 62%；归母净利润 9.20 亿元，同比增长 54%。同期，化肥类、化工类及其他业务收入分别为 84.40 亿元、63.41 亿元和 9.59 亿元，分别约占总收入 53.6%、40.3%和 6.1%，毛利率分别为 21%、17%和 18%。
- **尿素和复合肥构成化肥核心产品，主要产品价格整体改善。**2026 年上半年，尿素和复合肥不含税平均售价分别为 1704 元每吨和 2670 元每吨，同比分别上涨 2%和 3%；液氨平均售价为 2216 元每吨，同比下降 3%；甲醇、三聚氰胺、DMF 及聚甲醛平均售价分别为 2299 元每吨、5904 元每吨、3936 元每吨和 7758 元每吨，同比分别上涨 5%、9%、9%和 1%。公司披露，尿素产销量行业领先，复合肥产销量位列行业第一方阵；合成氨能效连续十四年位居行业第一，单位产品能耗较行业平均水平低 16.8%。
- **新增产能逐步投放，主要产品销售规模进一步扩大。**2025 年 9 月，江西基地产业链延伸项目一期投产，新增设计年产合成氨 60 万吨和缓控释肥 120 万吨。2026 年上半年，九江二期项目投运带动尿素产量同比增加 56 万吨；尿素、复合肥、液氨、甲醇、三聚氰胺、DMF 及聚甲醛销量分别为 233.6 万吨、153.7 万吨、71.6 万吨、84.0 万吨、7.7 万吨、16.8 万吨和 3.8 万吨，同比分别增长 21%、12%、208%、12%、10%、3%和 26%。中期报告预计，新乡基地化工新材料尿素装置和准东基地大项目分别于 2026 年第三季度和第四季度投产，广西基地大项目预计于 2027 年第三季度投产。
- **风险提示。**产品价格波动，需求疲软，新项目投产不及预期。

财务摘要(百万人民币)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	25352	30284	35439	40067
(+/-)(%)	10%	19%	17%	13%
归母净利润	932	1524	1896	2293
(+/-)(%)	-36.1%	63.5%	24.4%	20.9%
EPS	0.76	1.19	1.48	1.79
P/E	10.42	7.34	5.90	4.88

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

财务预测表

资产负债表(百万人民币)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**6,813**	**10,341**	**15,957**	**22,026**
现金	1,199	3,697	8,176	13,240
应收账款及票据	1,077	1,287	1,506	1,702
存货	1,958	2,282	2,678	3,019
其他	2,578	3,076	3,597	4,065
非流动资产	**31,948**	**33,884**	**35,452**	**36,942**
固定资产	29,067	30,614	32,083	33,479
无形资产	325	429	528	621
其他	2,555	2,841	2,841	2,841
资产总计	**38,760**	**44,226**	**51,409**	**58,967**
流动负债	**10,968**	**12,352**	**13,885**	**15,238**
短期借款	3,419	3,419	3,419	3,419
应付账款及票据	3,176	3,700	4,343	4,896
其他	4,372	5,232	6,123	6,922
非流动负债	14,596	16,547	19,547	22,547
长期债务	13,095	15,095	18,095	21,095
其他	1,501	1,452	1,452	1,452
负债合计	**25,564**	**28,899**	**33,432**	**37,785**
普通股股本	1,533	1,533	1,533	1,533
储备	8,288	9,812	11,708	14,001
归属母公司股东权益	**9,745**	**11,268**	**13,164**	**15,457**
少数股东权益	3,452	4,058	4,813	5,726
股东权益合计	**13,196**	**15,327**	**17,977**	**21,182**
负债和股东权益	38,760	44,226	51,409	58,967

现金流量表(百万人民币)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**3,377**	**3,965**	**4,539**	**5,077**
净利润	932	1,524	1,896	2,293
少数股东损益	371	607	755	913
折旧摊销	1,905	1,470	1,552	1,631
营运资金变动及其他	168	365	336	241
投资活动现金流	**-5,415**	**-2,978**	**-2,559**	**-2,484**
资本支出	-6,020	-3,120	-3,120	-3,120
其他投资	605	142	561	636
筹资活动现金流	**2,350**	**1,510**	**2,500**	**2,471**
借款增加	3,545	2,000	3,000	3,000
普通股增加	-27	0	0	0
已付股利	-320	0	0	0
其他	-847	-490	-500	-529
现金净增加额	**312**	**2,497**	**4,480**	**5,063**

利润表(百万人民币)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**25,352**	**30,284**	**35,439**	**40,067**
其他收入	0	0	0	0
营业成本	**21,544**	**25,102**	**29,461**	**33,213**
销售费用	744	926	1,084	1,226
管理费用	1,363	1,629	1,772	2,003
研发费用	0	0	0	0
财务费用	480	454	389	284
除税前溢利	**1,583**	**2,589**	**3,221**	**3,895**
所得税	280	458	570	690
净利润	**1,303**	**2,130**	**2,650**	**3,205**
少数股东损益	371	607	755	913
归属母公司净利润	**932**	**1,524**	**1,896**	**2,293**
EBIT	2,063	3,043	3,610	4,179
EBITDA	3,968	4,513	5,162	5,810
EPS（元）	0.76	1.19	1.48	1.79

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	9.62%	19.45%	17.02%	13.06%
归属母公司净利润	-36.14%	63.49%	24.42%	20.94%
获利能力				
毛利率	15.02%	17.11%	16.87%	17.11%
销售净利率	3.68%	5.03%	5.35%	5.72%
ROE	9.56%	13.52%	14.40%	14.83%
ROIC	5.71%	7.40%	7.52%	7.53%
偿债能力				
资产负债率	65.95%	65.34%	65.03%	64.08%
净负债比率	116.06%	96.68%	74.20%	53.23%
流动比率	0.62	0.84	1.15	1.45
速动比率	0.41	0.62	0.92	1.21
营运能力				
总资产周转率	0.71	0.73	0.74	0.73
应收账款周转率	24.71	25.62	25.38	24.98
应付账款周转率	7.74	7.30	7.33	7.19
每股指标（元）				
每股收益	0.76	1.19	1.48	1.79
每股经营现金流	2.63	3.09	3.54	3.96
每股净资产	7.59	8.78	10.26	12.05
估值比率				
P/E	10.42	7.34	5.90	4.88
P/B	1.04	0.99	0.85	0.72
EV/EBITDA	6.42	5.76	4.75	3.87

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

盈利假设：收入方面：1）尿素业务：预计 2026 至 2028 年收入增速分别为 25%、15%、25%；2）复合肥业务：预计 2026 至 2028 年收入增速分别为 18%、40%、14%；3）液氨业务：预计 2026 至 2028 年收入增速分别为 100%、5%、5%；4）DMF 业务：预计 2026 至 2028 年收入增速分别为 10%、5%、0%。

毛利率方面：1）尿素业务 2026 至 2028 年毛利率预计稳定在 25%；2）复合肥业务 2026 至 2028 年毛利率预计稳定在 12%；3）液氨业务 2026 至 2028 年毛利率预计稳定在 15%；4）DMF 业务 2026 至 2028 年毛利率预计稳定在 25%。

表 1 心连心化肥分业务盈利预测(百万元)

项目	2025A	2026E	2027E	2028E
总收入	25352	30284	35439	40067
总成本	21544	25102	29461	33213
总毛利率	15.0%	17.1%	16.9%	17.1%
尿素				
收入	6827	8534	9814	12268
成本	5422	6401	7361	9201
毛利率	20.6%	25.0%	25.0%	25.0%
复合肥				
收入	6921	8167	11433	13034
成本	6079	7187	10061	11470
毛利率	12.2%	12.0%	12.0%	12.0%
车用尿素溶液				
收入	360	360	360	360
成本	309	317	317	317
毛利率	14.1%	12.0%	12.0%	12.0%
腐殖酸				
收入	258	258	258	258
成本	201	199	199	199
毛利率	22.3%	23.0%	23.0%	23.0%
三聚氰胺				
收入	730	803	803	803
成本	454	498	498	498
毛利率	37.9%	38.0%	38.0%	38.0%
DMF				
收入	1119	1231	1293	1293
成本	901	923	969	969
毛利率	19.5%	25.0%	25.0%	25.0%
液氨				
收入	1408	2817	2958	3105
成本	1214	2394	2514	2640
毛利率	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%
聚甲醛				
收入	406	426	447	470
成本	330	341	358	376

毛利率	18.7%	20.0%	20.0%	20.0%
甲醇				
收入	3665	3848	4041	4243
成本	3353	3579	3758	3946
毛利率	8.5%	7.0%	7.0%	7.0%
其他业务				
收入	3656	3839	4031	4233
成本	3282	3263	3426	3598
毛利率	10.2%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价（元）	EPS（元/股）			PE		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
600426.SH	华鲁恒升	19.39	1.21	1.75	2.02	16.1	11.1	9.6
002539.SZ	云图控股	11.15	0.68	1.08	1.36	16.3	10.3	8.2
平均值							10.7	8.9

数据来源：wind，国泰海通证券研究

注：华鲁恒升主营尿素、合成氨、肥料等业务，云图控股主营复合肥产业链，故选为可比公司。可比公司均采用Wind 一致预测，股价取 2026 年 10 月 20 日收盘价

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的当地市场指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对当地市场指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对当地市场指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对当地市场指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对当地市场指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于当地市场指数
	中性	基本与当地市场指数持平
	减持	明显弱于当地市场指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666