

2026 年 08 月 31 日

中国心连心化肥(1866.HK)

成本优势与结构升级构筑核心壁垒，新增产能打开成长空间

上半年营业收入 157.4 亿元同比增加 24.3%，归母净利润 9.2 亿元同比增加 53.6%，我们按照公司 2026 年预估市盈率 12x，给予目标价 15.5 港元/股，距离现价约 46% 上涨空间，维持买入评级。

报告摘要

上半年净利润大幅增长 53.6%。上半年营业收入 157.4 亿元同比增加 24.3%，毛利率由上年同期 16.0% 提升至 19.0%、上升 3.0 个百分点，归母净利润 9.2 亿元同比增加 53.6%，每股基本盈利 0.7 元，净利率由 4.7% 提升至 5.9%，盈利增速大幅跑赢营收。

尿素与化工品毛利率普遍抬升。化肥类产品实现收入 84.4 亿元、占比约 54%，毛利率由 18.0% 提升至 21.0%，其中尿素收入 39.8 亿元、毛利率由 21.0% 大幅提升至 27.0%，主因九江二期投运带动产量增加 56 万吨、规模效应摊薄单位成本，且高效黑尿素销量同比增加 29%、较普通尿素每吨溢价 700 元；复合肥收入 41.0 亿元、毛利率 16.0% 保持平稳，高效肥销量同比增加 24%、较普通肥每吨溢价 400 元。化工类产品实现收入 63.4 亿元、占比约 40%，毛利率由 13.0% 升至 17.0%，其中三聚氰胺收入 4.5 亿元、毛利率由 31.0% 升至 38.0%，出口占销量比例提升至八成、欧盟售价较国内每吨高出 1500 元；DMF 收入 6.6 亿元、毛利率升至 27.0%；聚甲醛收入 2.9 亿元、毛利率升至 20.0%。

新增产能打开成长空间。展望后续，新乡基地、准东基地项目将分别于今年第三季度、第四季度建成投产，广西基地项目预计 2027 年第三季度建成投产，完成后尿素总产能突破 800 万吨/年，复合肥突破 600 万吨/年，整体化肥总产能升至 1400 万吨以上。随着新增产能陆续投运，规模效应将进一步摊薄单位生产成本。

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与一体化成本优势明显。预计 2026/2027/2028 年归母净利润分别为 13.8/18.2/21.2 亿元。我们按照公司 2026 年预估市盈率 12x，给予目标价 15.5 港元/股，距离现价约 46% 上涨空间，维持买入评级。

风险提示：出口不及预期；价格竞争；原材料成本上升。

财务及估值摘要

(年结 31/12; 百万元人民币)	FY 2024A	FY 2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
销售收入	23,128	25,352	29,662	35,891	39,373
增长率 (%)	-1.5%	9.6%	17.0%	21.0%	9.7%
净利润	1,459	932	1,380	1,820	2,123
增长率 (%)	23.0%	-36.1%	48.1%	31.9%	16.7%
毛利率 (%)	17.0%	15.0%	17.3%	17.3%	17.4%
净利率 (%)	6.3%	3.7%	4.7%	5.1%	5.4%
ROE, 平均 (%)	17.5%	10.0%	13.4%	15.8%	16.4%
每股盈利 (人民币元)	1.18	0.75	1.11	1.46	1.70
每股净资产 (人民币元)	7.22	7.81	8.66	9.79	11.06
市盈率 (x)	7.7	12.2	8.2	6.2	5.3
市净率 (x)	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
股息收益率 (%)	2.9%	3.5%	3.7%	4.8%	5.6%

数据来源：公司资料，国投证券国际预测

公司动态分析

证券研究报告

化肥

投资评级：买入

维持买入 评级

6 个月目标价 15.5 港元

股价 2026-8-28 10.6 港元

总市值(亿港元)	134.73
流通市值(亿港元)	134.73
总股本(亿股)	12.75
流通股本(亿股)	12.75
12 个月低/高(港元)	7.9/13
平均成交(百万港元)	30.51

股东结构

刘兴旭	34.3%
其他	65.7%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	17.02	2.85	40.30
绝对收益	16.15	4.45	42.65

数据来源：彭博、港交所、公司

王强 分析师
jimmywang@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

损益表					
人民币百万元	24年	25年	26年	27年	28年
财务年度截至12月31日	实际	实际	预测	预测	预测
收入	23,128.3	25,352.5	29,662.4	35,891.5	39,373.0
毛利	3,931.1	3,808.0	5,131.6	6,209.2	6,850.9
其他收入	1,061.2	410.6	279.2	293.2	307.9
销售及管理费用	(2,031.3)	(2,107.6)	(2,491.6)	(2,871.3)	(3,071.1)
其他开支	(89.4)	(48.0)	(49.4)	(50.2)	(50.9)
营业利润	2,871.5	2,063.1	2,869.7	3,580.9	4,036.8
财务费用	(495.0)	(479.7)	(560.7)	(536.0)	(483.5)
税前盈利	2,376.4	1,583.4	2,309.0	3,045.0	3,553.3
所得税	(362.8)	(280.4)	(392.5)	(517.6)	(604.1)
少数股东应占利润	554.2	371.0	536.6	707.7	825.8
归母净利润	1,459.4	932.0	1,379.9	1,819.7	2,123.5
增长					
总收入 (%)	-1.5%	9.6%	17.0%	21.0%	9.7%
每股收益 (%)	21.3%	-36.5%	48.2%	31.9%	16.7%

资产负债表					
人民币百万元	24年	25年	26年	27年	28年
财务年度截至12月31日	实际	实际	预测	预测	预测
现金	887.2	1,199.5	1,888.6	1,690.8	2,173.8
应收账款	974.7	1,077.2	1,260.3	1,525.0	1,656.2
存货	1,710.3	1,958.3	2,291.2	2,772.4	3,041.3
其他流动资产	2,728.5	2,577.6	2,407.7	2,052.3	1,616.0
总流动资产	6,300.7	6,812.6	7,847.8	8,040.5	8,487.3
固定资产	22,981.1	29,067.4	32,771.1	34,982.2	36,218.6
矿权	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他固定资产	3,236.5	2,880.4	2,954.1	3,038.5	3,050.3
总资产	32,518.2	38,760.4	43,573.0	46,061.2	47,756.3
应付账款	1,581.5	2,264.9	2,491.4	2,740.6	2,959.8
短期银行贷款	5,267.2	3,301.2	3,631.3	3,558.7	2,953.7
其他短期负债	4,519.3	5,401.9	5,956.4	6,734.7	7,258.5
总短期负债	11,368.0	10,968.0	12,079.1	13,034.0	13,172.0
长期银行贷款	7,588.1	13,095.5	15,059.8	14,306.8	13,162.3
其他负债	1,040.4	1,500.6	1,654.1	1,827.0	2,125.3
总负债	19,996.5	25,564.1	28,793.1	29,167.8	28,459.6
少数股东权益	3,560.6	3,451.6	3,988.2	4,695.9	5,521.7
股东权益	8,961.2	9,744.7	10,791.7	12,197.4	13,775.0
每股账面值(元)	7.22	7.81	8.66	9.79	11.06
营运资金	(5,067.2)	(4,155.4)	(4,231.3)	(4,993.5)	(4,684.7)

财务分析					
人民币百万元	24年	25年	26年	27年	28年
财务年度截至12月31日	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	17.0%	15.0%	17.3%	17.3%	17.4%
净利率 (%)	6.3%	3.7%	4.7%	5.1%	5.4%
ROE (%)	17.5%	10.0%	13.4%	15.8%	16.4%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	8.8%	8.3%	8.4%	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	34.1	34.1	34.1
应付账款天数	30.1	38.4	37.1	33.7	33.2
应收账款天数	15.4	15.5	15.5	15.5	15.4
财务状况					
净负债/股本	2.2	2.6	2.7	2.4	2.1
收入/总资产	0.71	0.65	0.68	0.78	0.82
总资产/股本	3.63	3.98	4.04	3.78	3.47

现金流量表					
人民币百万元	24年	25年	26年	27年	28年
财务年度截至12月31日	实际	实际	预测	预测	预测
经营活动					
营运资金变动前	3,884.4	4,017.0	4,740.1	5,791.8	6,598.9
营运资金变化	(171.8)	(359.9)	384.7	490.1	622.5
所得税	(362.8)	(280.4)	(392.5)	(517.6)	(604.1)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运现金流	3349.8	3376.8	4732.2	5764.2	6617.4
投资活动					
资本开支	(5,028.6)	(6,024.5)	(6,105.7)	(4,911.0)	(4,116.5)
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)	(6,071.7)	(4,880.4)	(3,978.6)
融资活动					
负债变化	1191.6	2857.1	2435.8	(670.2)	(1612.7)
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)	(411.5)	(543.0)
融资活动现金流	665.8	2350.5	2028.5	(1081.7)	(2155.7)
现金变化	(275.3)	312.3	689.1	(197.8)	483.0
期初持有现金	1,162.6	887.2	1,199.5	1,888.6	1,690.8
期末持有现金	887.2	1,199.5	1,888.6	1,690.8	2,173.8

数据来源：公司资料，国投证券国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

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