

中国心连心化肥

1H26 尿素量增且成本明显下降，化工品毛利率提升



贾雄伟 分析员

化工

SAC 执证编号: S0080518090004

SFC CE Ref: BRF843

xiongwei.jia@cicc.com.cn



姜雨彤 联系人

化工

SAC 执证编号: S0080126050014

yutong3.jiang@cicc.com.cn



严蓓娜 分析员

石油燃气化工

SAC 执证编号: S0080522110002

SFC CE Ref: BBQ744

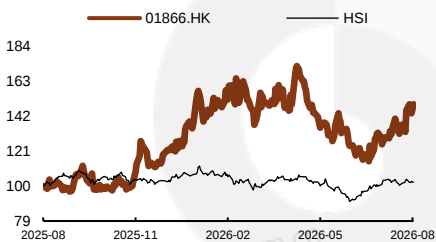
beina.yan@cicc.com.cn

维持跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
01866.HK	→ 跑赢行业	港币 14.50

股票代码	01866.HK
最新收盘价	港币 10.57
52 周最高价/最低价	港币 12.43~6.72
总市值(亿)	港币 135.6

纵轴: 相对股价 (%)



(人民币 百万)	2024A	2025A	2026E	2027E
营业收入	23,128	25,352	32,158	37,142
增速	-1.5%	9.6%	26.8%	15.5%
归属母公司净利润	1,459	932	1,703	2,018
增速	23.0%	-36.1%	82.7%	18.5%
扣非后净利润	1,459	932	1,703	2,018
增速	23.0%	-36.1%	82.7%	18.5%
每股净利润	1.14	0.73	1.33	1.57
每股净资产	6.98	7.59	8.60	9.59
每股股利	0.26	0.32	0.58	0.69
每股经营现金流	2.61	2.63	3.34	4.15
市盈率	8.7	13.1	6.9	5.6
市净率	1.4	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	6.4	8.0	6.0	5.3
股息收益率	2.6%	3.4%	6.4%	7.8%
平均总资产收益率	4.7%	2.6%	4.2%	4.5%
平均净资产收益率	17.5%	10.0%	16.4%	17.3%

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

更多作者及其他信息请见文末披露页

业绩回顾

1H26 业绩符合我们预期

公司公布 1H26 业绩: 收入 157 亿元, 同比增长 24%; 毛利 30.3 亿元, 同比增长 49%; 归母净利润 9.2 亿元, 同比增长 54%, 符合我们预期。1H26 盈利大幅增长主要是得益于尿素和合成氨销量增长及成本下降带动毛利率明显提升, 以及自产甲醇、DMF、三聚氰胺等化工品价格上涨带动毛利率提升等。

1H26 尿素营收同比增长 23%至 39.8 亿元, 销量同比增长 21%至 234 万吨, 均价同比增长 2%至 1,704 元/吨, 毛利率同比提升 6.3ppt 至 26.9%, 主要是新产能投产及规模效应提升带动平均成本下降 6%。1H26 复合肥营收同比增长 15%至 41 亿元, 销量同比分别增长 12%至 154 万吨, 均价同比提升 3%至 2,670 元/吨, 毛利率 15.5%同比相对稳定。1H26 自产合成氨营收增长 152%至 12.5 亿元, 毛利率同比提升 3.3ppt 至 16.3%, 主要是得益于新产能投产后平均成本同比下降 7%。1H26 自产甲醇营收同比下降 59%至 6.3 亿元, 主要是下游聚甲醛、DMF 等增加自产消耗量导致外售量下降, 自产甲醇毛利率同比提升 7.6ppt 至 16.5%。1H26 三聚氰胺、DMF、聚甲醛营收同比增长 20%/13%/27%至 4.54/6.61/2.92 亿元, 毛利率同比提升 6.8/8.6/7.6ppt。

发展趋势

尿素和复合肥产能扩张将驱动公司盈利继续增长。随着 2H26-3Q27 期间公司河南新乡、新疆、广西等基地尿素、复合肥产能投产, 我们预计公司 2027 年尿素/复合肥产能将增长至 805/598 万吨, 分别较 2025 年增长 59%/33%。伴随新产能扩张和技术持续升级, 我们认为公司规模效应将进一步凸显, 尿素生产成本有望下降进而带动盈利提升, 尿素和复合肥产销量的扩大将驱动未来 2 年公司盈利持续增长。

盈利预测与估值

考虑到尿素、复合肥等毛利率提升以及甲醇价格上涨, 我们上调 2026/27 年盈利预测 6%/11%至 17.03/20.18 亿元, 目前股价对应 2026/27 年 6.9/5.6x 市盈率。由于上调盈利预测及看好公司持续成长, 我们上调目标价 37%至 14.5 港元, 对应 37%的上涨空间和 2026/27 年 9.5/7.7x 市盈率, 维持跑赢行业评级。

风险

尿素、甲醇等价格大幅下降, 尿素新产能进展低于预期。



财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025A	2026E	2027E		2024A	2025A	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	23,128	25,352	32,158	37,142	营业收入	-1.5%	9.6%	26.8%	15.5%
营业成本	-19,197	-21,544	-26,375	-30,473	营业利润	13.9%	-28.2%	66.3%	15.6%
销售费用	-708	-744	-997	-1,114	EBITDA	7.3%	-9.7%	42.1%	13.4%
管理费用	-1,324	-1,363	-1,769	-2,006	净利润	23.0%	-36.1%	82.7%	18.5%
其他	-91	-52	0	0	扣非后净利润	23.0%	-36.1%	82.7%	18.5%
营业利润	2,870	2,059	3,425	3,961	盈利能力				
财务费用	-495	-480	-556	-584	毛利率	17.0%	15.0%	18.0%	18.0%
其他利润	0	0	0	0	营业利润率	12.4%	8.1%	10.7%	10.7%
利润总额	2,376	1,583	2,873	3,380	EBITDA 利润率	18.3%	15.1%	16.9%	16.6%
所得税	-363	-280	-509	-599	净利润率	6.3%	3.7%	5.3%	5.4%
少数股东损益	-554	-371	-661	-764	扣非后净利润率	6.3%	3.7%	5.3%	5.4%
归属母公司净利润	1,459	932	1,703	2,018	偿债能力				
EBITDA	4,239	3,827	5,440	6,169	流动比率	0.55	0.62	0.61	0.69
扣非后净利润	1,459	932	1,703	2,018	速动比率	0.40	0.44	0.43	0.50
资产负债表					现金比率	0.08	0.11	0.07	0.13
货币资金	887	1,199	820	1,837	资产负债率	61.5%	66.0%	64.6%	63.2%
应收账款及票据	1,027	1,123	1,364	1,575	净债务资本比率	96.2%	116.5%	111.2%	95.7%
存货	1,710	1,958	2,246	2,595	回报率分析				
其他流动资产	2,676	2,532	3,023	3,437	总资产收益率	4.7%	2.6%	4.2%	4.5%
流动资产合计	6,301	6,813	7,453	9,444	净资产收益率	17.5%	10.0%	16.4%	17.3%
固定资产及在建工程	22,981	29,067	32,094	33,751	每股指标				
无形资产及其他长期资产	3,236	2,880	3,202	3,498	每股净利润(元)	1.14	0.73	1.33	1.57
非流动资产合计	26,218	31,948	35,295	37,250	每股净资产(元)	6.98	7.59	8.60	9.59
资产合计	32,518	38,760	42,748	46,693	每股股利(元)	0.26	0.32	0.58	0.69
短期借款	5,267	3,301	3,601	3,801	每股经营现金流(元)	2.61	2.63	3.34	4.15
应付账款	3,616	4,589	5,147	5,947	估值分析				
其他流动负债	2,485	3,077	3,448	3,956	市盈率	8.7	13.1	6.9	5.6
流动负债合计	11,368	10,968	12,196	13,704	市净率	1.4	1.2	1.1	0.9
长期借款	7,668	13,266	14,070	14,475	EV/EBITDA	6.4	8.0	6.0	5.3
其他非流动负债	961	1,330	1,330	1,330	股息收益率	2.6%	3.4%	6.4%	7.8%
非流动负债合计	8,628	14,596	15,401	15,806					
负债合计	19,996	25,564	27,597	29,509					
股本	1,533	1,533	1,533	1,533					
未分配利润	7,428	8,212	9,505	10,774					
归母所有者权益	8,961	9,745	11,038	12,307					
少数股东权益	3,561	3,452	4,113	4,877					
负债及股东权益合计	32,518	38,760	42,748	46,693					
现金流量表									
税前利润	2,376	1,583	2,873	3,380					
折旧和摊销	1,716	1,905	2,015	2,208					
营运资本变动	-859	941	-91	334					
其他	116	-1,053	-509	-599					
经营活动现金流	3,350	3,377	4,288	5,324					
资本开支	-5,029	-6,020	-5,300	-4,100					
其他	738	605	-62	-62					
投资活动现金流	-4,291	-5,415	-5,362	-4,162					
股权融资	98	0	0	0					
银行借款	1,252	3,560	1,100	600					
其他	-685	-1,209	-404	-744					
筹资活动现金流	666	2,350	696	-144					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-275	312	-379	1,017					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

中国心连心化肥是国内优秀的煤化工龙头公司，具备合成氨、尿素、复合肥及三聚氰胺、甲醇等化工品生产能力。2025 年公司尿素、复合肥产能分别为 505 万吨和 448 万吨，尿素成本优势行业领先。



图表 1：季度业绩回顾

(人民币百万元)	1H24	2H24	1H25	2H25	1H26	YoY	HoH	2026E
收入	12,061	11,067	12,666	12,687	15,740	24.3%	24.1%	32,158
毛利	2,356	1,575	2,040	1,768	3,033	48.7%	71.6%	5,783
营业利润	1,389	1,481	1,148	911	1,768	54.0%	94.1%	3,425
归母净利润	687	772	599	333	921	53.6%	176.7%	1,703
全面摊薄每股收益 (元)	0.54	0.60	0.47	0.26	0.72	53.6%	176.7%	1.33
毛利率	19.5%	14.2%	16.1%	13.9%	19.3%	3.2%	5.3%	18.0%
营业利润率	11.5%	13.4%	9.1%	7.2%	11.2%	2.2%	4.1%	10.7%
归母净利润率	5.7%	7.0%	4.7%	2.6%	5.8%	1.1%	3.2%	5.3%

资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 2：盈利预测调整说明

(人民币百万元)	2026E			2027E		
	调整前	调整后	+/-%	调整前	调整后	+/-%
主营业务收入	30,469	32,158	6%	35,470	37,142	5%
主营业务成本	25,086	26,375	5%	29,317	30,473	4%
毛利	5,384	5,783	7%	6,153	6,668	8%
营业费用	894	997	11%	1,041	1,114	7%
管理费用	1,639	1,769	8%	1,908	2,006	5%
归母净利润	1,603	1,703	6%	1,810	2,018	11%
每股盈利 (元)	1.25	1.33	6%	1.41	1.57	11%

资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 3：可比公司估值表

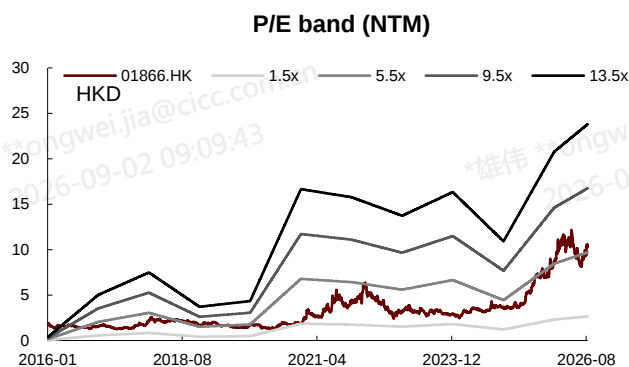
股票代码	公司名称	财报货币	收盘价 08-28	市盈率			市净率			净资产收益率 (%)		
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
01866.HK	中国心连心化肥*	CNY	10.57	13.1	6.9	5.6	1.2	1.1	0.9	10.0	16.4	17.3
00297.HK	中化化肥	CNY	1.36	6.5	6.0	5.3	0.7	0.7	0.6	11.6	11.2	11.4
600426.SH	华鲁恒升*	CNY	21.81	18.1	14.2	12.1	1.8	1.7	1.5	10.3	12.1	13.1
600096.SH	云天化*	CNY	31.58	11.2	11.5	11.4	2.3	2.1	2.0	22.0	19.4	17.8
000422.SZ	湖北宜化*	CNY	13.13	17.7	19.6	14.3	2.1	2.0	1.8	11.4	10.4	13.1
000902.SZ	新洋丰*	CNY	14.59	11.4	11.1	10.3	1.5	1.4	1.2	14.4	13.1	12.7
002588.SZ	史丹利	CNY	8.16	9.1	8.7	7.2	1.1	1.1	1.0	14.4	13.2	14.4
002539.SZ	云图控股	CNY	13.82	20.2	12.9	10.3	1.8	1.6	1.4	9.1	12.5	13.9

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

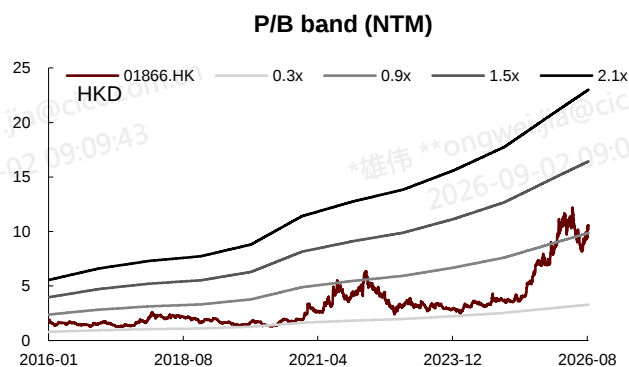


图表 4：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 5：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部



CICC
中金公司



团队信息



贾雄伟 分析员

化工

SAC 执证编号: S0080518090004

SFC CE Ref: BRF843

xiongwei.jia@cicc.com.cn



姜雨彤 联系人

化工

SAC 执证编号: S0080126050014

yutong3.jiang@cicc.com.cn



严蓓娜 分析员

石油燃气化工

SAC 执证编号: S0080522110002

SFC CE Ref: BBQ744

beina.yan@cicc.com.cn



裘孝锋 分析员

石油燃气化工

SAC 执证编号: S0080521010004

SFC CE Ref: BRE717

xiaofeng.qiu@cicc.com.cn



CICC
中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10% 以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10% 以上。

研究报告评级分布可从 <https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：张莹



北京 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层

邮编: 100004

电话: (86-10) 6505 1166

传真: (86-10) 6505 1156

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号

汇亚大厦 29 层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融（国际）有限公司

香港中环港景街 1 号

国际金融中心第一期 29 楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

纽约

CICC US Securities, Inc

280 Park Ave, 32nd Floor,

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市南山区科苑南路 2801 号

中金大厦 17-21 层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319 5000

传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社

〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3 号

丸の内二重橋ビル 2 1 階

Tel: (+813) 3201 6388

Fax: (+813) 3201 6389

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore)
Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1718

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH

Neue Mainzer Straße 52-58, 60311

Frankfurt a.M, Germany

Tel: (+49-69) 24437 3560