

2025年05月20日

中国心连心化肥(1866.HK)

**公司动态分析**

证券研究报告

## 短期业绩波动不改长期价值

25年一季度中国心连心化肥实现营业收入58.5亿元，同比增长1.7%，归母净利润2.0亿元，同比下降30.0%。我们认为短期业绩波动不改长期价值，预计25-27年净利润达到10.0/17.6/26.0亿，同比变化-32%/+76%/+48%。维持目标价6.5港元，为25年的7.4倍预测市盈率，距离现价有49%上涨空间，买入评级。

### 报告摘要

一季度净利润下降。25年一季度中国心连心化肥实现营业收入58.5亿元，同比增长1.7%，归母净利润2.0亿元，同比下降30.0%。

尿素价格下降对业绩影响大。25年一季度由于原料煤炭价格下滑，对尿素价格的支撑转弱，售价降幅大于成本降幅，导致公司的尿素、车用尿素溶液等产品毛利有所下滑，进而影响整体净利润下降。1)尿素收入15.4亿，销量达到96.5万吨，同比持平。价格(不含税)达到1592元/吨，同比下降23%，毛利率下降13个百分点至18%。2)复合肥收入15.6亿，销量达到60.0万吨，同比增长14%。价格达到2599元/吨，同比下降4%，毛利率达14%，同比持平。3)甲醇收入8.0亿，销量达到35.4万吨，同比增长22%。价格达到2270元/吨，同比增长4%，毛利率上升4个百分点至10%。4)三聚氰胺收入1.6亿，销量达到3.2万吨，同比下降7%。价格达到5106元/吨，同比下降18%，毛利率下降21个百分点至22%。5)DMF收入2.9亿，销量达到7.8万吨，同比增长9%。价格达到3668元/吨，同比下降9%，毛利率上升4个百分点至16%。

出口成为影响需求的重要变量，出口政策从全面限制到结构性调控。我们预计25年中国尿素行业需求在6900万吨，其中农业需求4300万吨，增长3%，工业需求2200，增长5%，出口销量400万吨，增长1438%。在二季度尿素出口政策发生变化，从全面限制改为保供优先、有序出口的精细化调控模式，核心变化包括：1)总量控制，今年出口配额总量不超过2023年的425万吨。2)时间管控，出口窗口期限定在5-9月分两批次执行，并要求10月15日前完成报关。我们认为出口政策放开，将有助于缓解国内尿素供应过剩的问题。

投资建议。我们认为短期业绩波动不改长期价值，预计25-27年净利润达到10.0/17.6/26.0亿，同比变化-32%/+76%/+48%。维持目标价6.5港元，为25年的7.4倍预测市盈率，距离现价有49%上涨空间，买入评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；价格不及预期

(年结31/12; RMB 百万元)	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
销售收入	23,475	23,128	25,210	30,252	35,879
增长率(%)	1.7%	-1.5%	9.0%	20.0%	18.6%
净利润	1,187	1,459	997	1,759	2,597
增长率(%)	-10.5%	23.0%	-31.7%	76.4%	47.6%
毛利率(%)	17.8%	17.0%	16.0%	18.0%	19.1%
净利润率(%)	5.1%	6.3%	4.0%	5.8%	7.2%
ROE,平均(%)	16.3%	17.5%	10.7%	16.9%	21.2%
每股盈利(元)	0.97	1.20	0.82	1.45	2.14
每股净资产(元)	6.28	7.37	7.96	9.19	10.96
市盈率(x)	4.2	3.4	5.0	2.8	1.9
市净率(x)	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
股息收益率(%)	5.9%	6.4%	5.9%	8.9%	13.1%

数据来源：公司资料，国证国际预测

化肥

投资评级： 买入

维持买入评级

6个月目标价 6.5 港元

股价 2025-05-19 4.4 港元

总市值(亿港元)	56.08
流通市值(亿港元)	56.08
总股本(亿股)	12.83
流通股本(亿股)	12.83
12个月低/高(港元)	3.7/4.7
平均成交(百万港元)	12.54

### 股东结构

刘兴旭	34.1%
其他	65.9%
总计	100.0%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.24	8.56	-7.10
绝对收益	10.35	11.76	12.29

数据来源：彭博、港交所、公司

**王强 分析师**

+852 2213 1422

jimmywang@sdicsi.com.hk

**附表：财务报表预测**

损益表					
人民币百万元	23年	24年	25年	26年	27年
财务年度截至12月31日	实际	实际	预测	预测	预测
收入	23,475.3	23,128.3	25,209.8	30,251.8	35,878.6
毛利	4,187.0	3,931.1	4,033.6	5,445.3	6,852.8
其他收入	298.9	1,061.2	269.0	295.9	325.5
销售及管理费用	(1,917.4)	(2,031.3)	(2,168.0)	(2,450.4)	(2,690.9)
其他开支	(48.8)	(89.4)	(82.6)	(93.9)	(95.4)
营业利润	2,519.7	2,871.5	2,052.0	3,196.9	4,392.0
财务费用	(580.0)	(495.0)	(567.9)	(579.4)	(527.8)
税前盈利	1,939.7	2,376.4	1,484.1	2,617.6	3,864.3
所得税	(302.5)	(362.8)	(237.4)	(418.8)	(618.3)
少数股东应占利润	450.4	554.2	249.3	439.8	649.2
归母净利润	1,186.9	1,459.4	997.3	1,759.0	2,596.8
增长					
总收入(%)	1.7%	-1.5%	9.0%	20.0%	18.6%
每股收益(%)	-11.6%	23.8%	-31.7%	76.4%	47.6%

资产负债表					
人民币百万元	23年	24年	25年	26年	27年
财务年度截至12月31日	实际	实际	预测	预测	预测
现金	1,162.6	887.2	507.8	479.3	1,120.0
应收账款	1,138.1	974.7	1,062.4	1,211.1	1,436.4
存货	1,596.7	1,710.3	1,864.2	2,125.2	2,520.5
其他流动资产	1,686.1	2,728.5	1,574.3	1,394.7	1,229.7
总流动资产	5,583.4	6,300.7	5,008.7	5,210.4	6,306.6
固定资产	20,236.1	22,981.1	28,566.4	32,238.2	34,181.5
矿权	232.4	0.0	0.0	0.0	0.0
其他固定资产	3,081.6	3,236.5	2,884.3	2,759.7	2,752.7
总资产	29,133.5	32,518.2	36,459.4	40,208.3	43,240.8
应付帐款	1,388.6	1,581.5	1,818.7	2,146.1	2,489.4
短期银行贷款	4,468.6	5,267.2	6,215.3	6,091.0	5,481.9
其他短期负债	4,586.3	4,519.3	5,416.3	6,447.4	7,792.3
总短期负债	10,443.6	11,368.0	13,450.3	14,684.5	15,763.7
长期银行贷款	7,164.5	7,588.1	8,346.9	8,764.2	7,712.5
其他负债	1,014.4	1,040.4	1,175.5	1,343.3	1,542.2
总负债	18,622.5	19,996.5	22,972.7	24,792.1	25,018.4
少数股东权益	2,823.4	3,560.6	3,809.9	4,249.7	4,898.9
股东权益	7,687.6	8,961.2	9,676.8	11,166.5	13,323.5
每股账面值(元)	6.28	7.37	7.96	9.19	10.96
营运资金	(4,860.2)	(5,067.2)	(8,441.6)	(9,474.1)	(9,457.1)

财务分析					
人民币百万元	23年	24年	25年	26年	27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(%)	17.8%	17.0%	16.0%	18.0%	19.1%
净利率(%)	5.1%	6.3%	4.0%	5.8%	7.2%
ROE(%)	16.3%	17.5%	10.7%	16.9%	21.2%
营运表现					
SG&A收入(%)	8.2%	8.8%	8.6%	8.1%	7.5%
实际税率(%)	15.6%	15.3%	16.0%	16.0%	16.0%
库存周转	30.2	32.5	32.1	31.3	31.7
应付账款天数	26.3	30.1	31.3	31.6	31.3
应收账款天数	17.7	15.4	15.4	14.6	14.6
财务状况					
净负债/股本	2.4	2.2	2.4	2.2	1.9
收入/总资产	0.81	0.71	0.69	0.75	0.83
总资产/股本	3.79	3.63	3.77	3.60	3.25

现金流量表					
人民币百万元	23年	24年	25年	26年	27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	4,068.7	3,884.4	3,436.1	4,956.9	6,261.1
营运资金变化	1689.8	(171.8)	1885.1	998.2	1092.7
所得税	(302.5)	(362.8)	(237.4)	(418.8)	(618.3)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运现金流	5456.0	3349.8	5083.8	5536.2	6735.6
投资活动					
资本开支	(3,622.5)	(5,028.6)	(6,554.5)	(5,779.3)	(4,193.5)
其他投资活动	17.2	737.7	60.2	54.2	48.8
投资活动现金流	(3,605.3)	(4,290.9)	(6,494.3)	(5,725.1)	(4,144.8)
融资活动					
负债变化	(1634.9)	1191.6	1409.9	428.2	(1512.2)
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他融资活动	(523.0)	(525.8)	(378.9)	(267.8)	(438.0)
融资活动现金流	(2157.9)	665.8	1031.1	160.4	(1950.1)
现金变化	(307.2)	(275.3)	(379.5)	(28.5)	640.7
期初持有现金	1,469.8	1,162.6	887.2	507.8	479.3
期末持有现金	1,162.6	887.2	507.8	479.3	1,120.0

数据来源：公司资料，国证国际预测

**客户服务热线**

香港：22131888

国内：4008695517

**免责声明**

本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证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。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。国证国际，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、意见及推测反映国证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。国证国际，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。

国证国际及其高级职员、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。国证国际，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到日本、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)，国证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。

收件人应注意国证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，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证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。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

**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。
- 国证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。

**国证国际证券(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：+852-22131000 传真：+852-22131010