

证券研究报告  
(优于大市)

**中国心连心化肥 (1866.HK) :**  
**尿素龙头企业，化工业务占比逐步提高**  
**China XLX Fertiliser: Leading urea company, gradual**  
**increase in the share of chemical business**

庄怀超Charles Zhuang  
charles.zhuang@gpf.com.hk  
2025年7月2日

# 投资要点

- 国内氮肥行业龙头，尿素产量全国第一
- 公司具备成本优势，积极进行降本增效
- 发展中高端复合肥，响应国家化肥减量替代政策
- 向产业链下游延申，发展多种精细化工品
- 加强科技研发，实施差异化发展战略
- 重视农化服务，打造“研、产、供、销”一体化服务平台

# 目录

- 国内氮肥行业龙头，深耕行业数十载
- 尿素行业产能扩张，公司具备规模优势
- 复合肥产能扩张，销量不断提升
- 发展下游精细化工品，一头多尾柔性调节生产
- 分拆深冷能源独立上市，发展特种气体板块
- 盈利预测及风险提示

# 专注主业，深耕行业数十载

河南心连心化学工业集团股份有限公司是一家集研发、生产、销售、服务为一体的大型煤化工集团。始建于1969年，2003年改为股份制企业，2009年在香港上市。现有河南、新疆、江西三大生产基地，公司是**国内单体规模和单位产品盈利能力一流的尿素企业**，产品涉及化肥、基础化工品、化工新材料、新能源化学材料等三十多种产品。尿素产销量行业领先，复合肥产销量位列行业第一方阵。下属公司的腐植酸、车用尿素、糠醇、二氧化碳、高端封头、医药中间体等产品名列所在行业前茅，“车用尿素、腐植酸肥料、高压法三聚氰胺、糠醇、二甲醚”五大品牌产品畅销市场。

图：河南心连心化学工业集团股份有限公司发展历程



# 以肥为基，肥化并举

公司以“以肥为基，肥化并举”作为发展战略。化肥作为有明显季节性的产品，盈利水平随市场波动变化非常大，为了解决这个问题，公司从自身的特点和优势出发，以低成本的合成气为核心，以及氢气、氮气、合成氨等基础化工原料的优势，向煤化工下游及相关多元化发展。目前，公司已经形成甲醇、二甲醚、三聚氰胺、糠醛、糠醇、DMF等一系列产品，并灵活调节产品结构的弹性生产模式。

| 公司化肥板块主要业务情况 |                                                                               |                      |                                     |           |         |
|--------------|-------------------------------------------------------------------------------|----------------------|-------------------------------------|-----------|---------|
| 产品类型         | 具体产品                                                                          | 上游                   | 下游应用                                | 2024年收入占比 | 2024年产能 |
| 尿素           | 成品尿素（水触膜尿素、控失尿素、聚能网尿素、黑力旺腐植酸尿素、普通大、中、小颗粒尿素）                                   | 煤炭、天然气               | 化肥、复合肥                              | 31.59%    | 390万吨   |
| 复合肥          | 近百种配方，分为腐植酸系列、控失系列、硝基肥系列、专用肥系列、氨基酸系列、水溶肥系列、常规肥系列等                             | 氮磷钾任何两种或三种的化肥        | 农业生产                                | 25.92%    | 495万吨   |
| 公司化工板块主要业务情况 |                                                                               |                      |                                     |           |         |
| 产品类型         | 产品介绍                                                                          | 上游                   | 下游应用                                | 2024年收入占比 | 2024年产能 |
| 甲醇           | 结构最为简单的饱和一元醇，又称“木醇”或“木精”，是无色有酒精气味易挥发的液体。                                      | 煤炭、焦炭、天然气、空气蒸汽       | 烯烃、甲醛、二甲醚、MTBE、醋酸、精细化工等多种有机产品，农药、医药 | 11.58%    | 108万吨   |
| 二甲醚          | 在常温常压下是一种无色气体或压缩液体，具有轻微醚香味，属于清洁能源。产品等级主要有燃料级（99%）、气雾剂级（99.9%）、化妆品级（99.99%）    | 甲醇                   | 民用燃气、工业锅炉、商业餐饮等领域                   |           | 30万吨    |
| 三聚氰胺         | 俗称密胺、蛋白精，是一种新型环保产品，主要用途是生产三聚氰胺-甲醛树脂                                           | 尿素                   | 木材、塑料、涂料、造纸、纺织、皮革等行业                | 3.20%     | 12万吨    |
| 车用尿素溶液       | 车用尿素是SCR方案的必需添加剂。SCR方案在国IV柴油车尾气排放处理系统中具有明显优势，随着柴油车国四排放标准被各城市逐步推行，车用尿素的需求或现井喷。 | 32.5%的高纯尿素和67.5%的超纯水 | 柴油车                                 | 1.63%     | 150万吨   |
| 中间体          | 用于药品合成工艺过程中的一些化工原料或化工产品                                                       | 基础化学品                | 原料药                                 | 2.10%     |         |
| 液氨           | 液氨是一种无色液体，有强烈刺激性气味，是一种重要的化工原料                                                 | 天然气、煤炭、焦炉气           | 尿素、磷肥、氯化铵、硝酸                        |           |         |
| 糠醇           | 化学式为C5H6O2，为无色至淡黄色透明液体，分子量98.0999。是一种重要的有机化工原料                                | 糠醛加氢                 | 染料、清漆、酚醛/呋喃树脂                       |           | 6万吨     |
| DMF          | 中文别名N,N-二甲基甲酰胺，分子式C3H7NO，分子量73.09，密度0.9487。                                   | 二甲胺、甲醇和甲酸铵           | 皮革、鞋类和纺织品杀菌和防霉；水果等防霉保鲜              |           | 20万吨    |

# “大基地+小基地”布局，提升市场竞争力

公司目前在河南新乡、江西九江、新疆玛纳斯设立三处大生产基地，用于生产及销售尿素、复合肥、甲醇、二甲醚、DMF等产品；公司于辽宁葫芦岛建立复合肥小基地，一期产能已投产。同时，公司计划于广西金昌、新疆库车等地建立小基地，形成大基地+小基地的生产布局，提升市场竞争力。

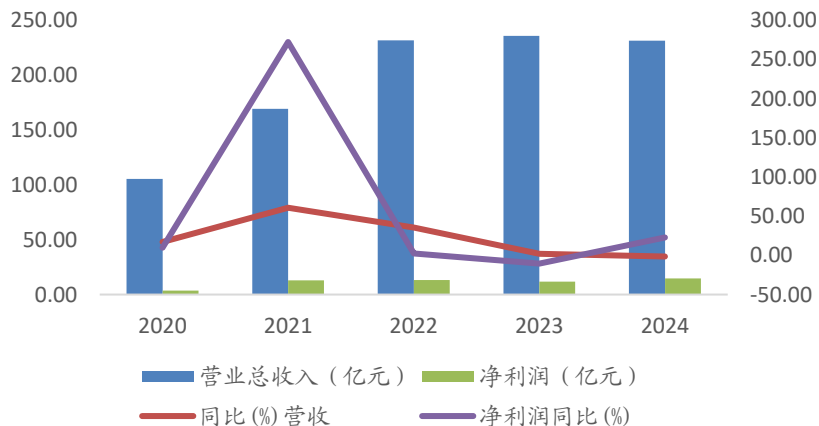
表：公司各个基地建设情况



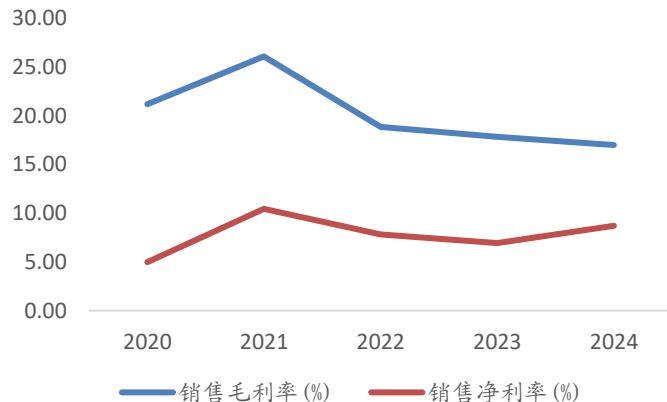
# 2024年归母净利润同比增长23%

公司2021-2024年营业收入分别为169.2、231.6、235.9和231.3亿元，分别同比+60.8%、+36.9%、+1.85和-1.96%；实现归母净利润分别为12.9、13.3、11.9和14.6亿元，分别同比+272.2%、+2.5%、-10.5%和+23.0%；实现扣非后净利润分别为12.7、12.8、10.5和14.6亿元，分别同比+341.9%、+1.1%、-18.3%和39.2%。公司2021-2024年销售毛利率分别为26.1%、18.9%、17.8%和17.0%，销售净利率分别为10.5%、7.8%、6.9%和8.7%。

图：公司2020-2024年收入及净利润（亿元）及增速（%）



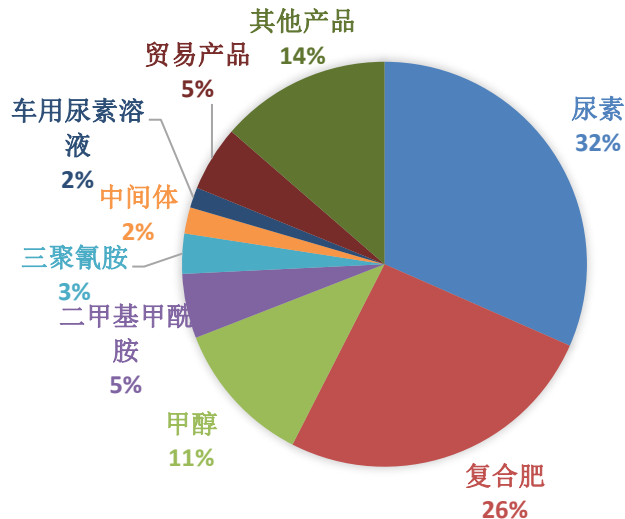
图：公司2020-2024年销售毛利率及净利率（%）



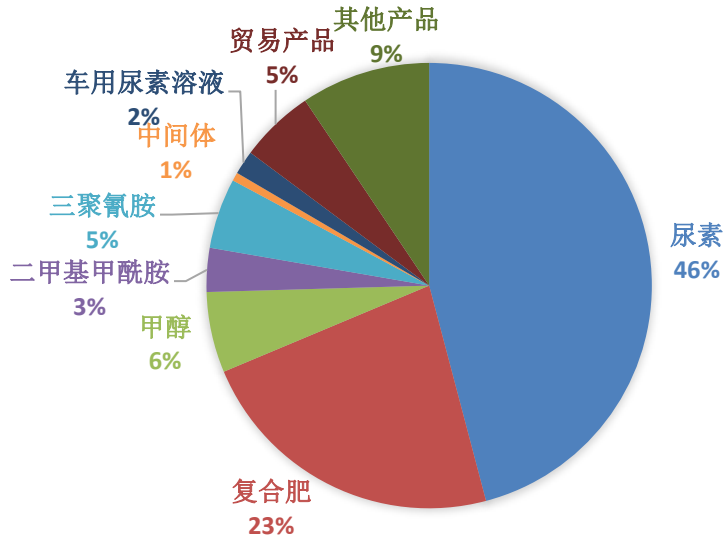
# 化工板块占比不断提高

随着公司化工项目不断投产，公司化工业务收入占比不断提高。公司化肥业务（尿素、复合肥）收入占比从2016年的81%下降至2024年的58%，化工业务（甲醇、二甲醚、三聚氰胺、中间体、车用尿素溶液等产品）收入占比从2016年的9%上升至2024年的37%。

图：公司2024年各板块业务收入占比（%）



图：公司2024年各板块业务毛利润占比（%）

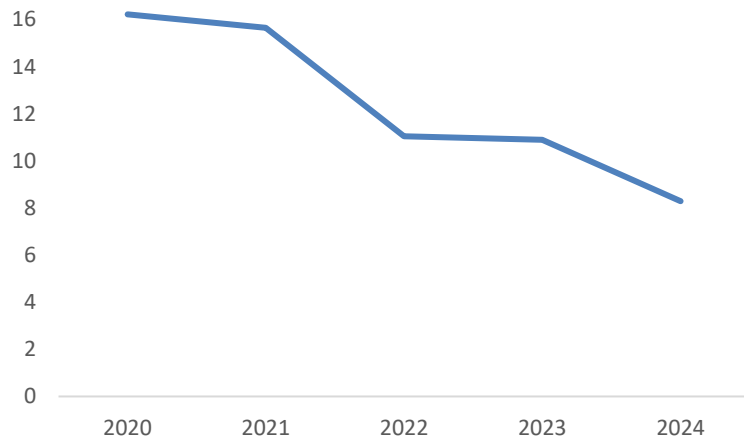




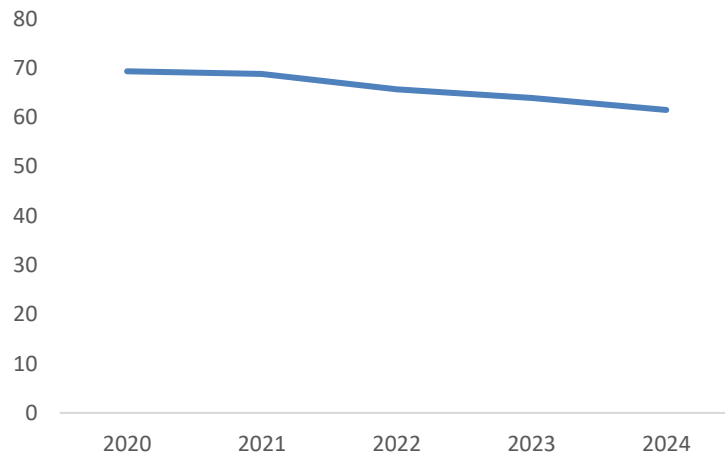
# 费用率及负债率水平不断下降

公司的费用率及负债率水平不断下降。公司费用率从2020年的16.2%下降至2024年的8.29%。2024年，集团持续优化债务结构，抓住利率下调的窗口期，积极置换高成本贷款，降低融资成本，2024年的财务成本同比减少约15%，资产负债率同比下降2.4个百分点。公司资产负债率从2020年的69.3%下降至2024年的61.5%。

图：公司2018年-2024年的费用率（%）



图：公司2020-2024年资产负债率（%）



注：公司费用率计算为毛利率-净利率

# 总成本领先和差异化发展战略，重视科学技术创新

公司贯彻总成本领先和差异化发展战略，重视科学技术创新，建立了先进的科研平台和研发体系，目前建有国家企业技术中心、博士后科研工作站等科研平台，拥有通过国家认可（CNAS）和资质认定（CMA）的实验室，公司是国家高新技术企业，掌握先进煤气化技术，拥有国家企业技术中心、中国氮肥工业（心连心）技术研究中心、博士后科研工作站、水肥一体化研究中心、国家认可实验室等科研平台。公司连续十三年（2011年-2023年）被国家工信部和石化联合会评为“合成氨能效领跑者标杆企业”，获评环保绩效评价A类企业。公司多年来坚持技术创新及产品创新，持续推行科技成果转化，目前累计申请专利500项，获得授权专利430项，省部级以上科技进步奖9项，市级科技进步奖5项。同时，公司先后和中国科学院、中国农科院等科研高校建立了产学研合作关系，并联合成立互动小组，从事新产品、新技术的开发和人员培训，这都使企业在行业内的技术水平迅速提升，达到国内领先水平。

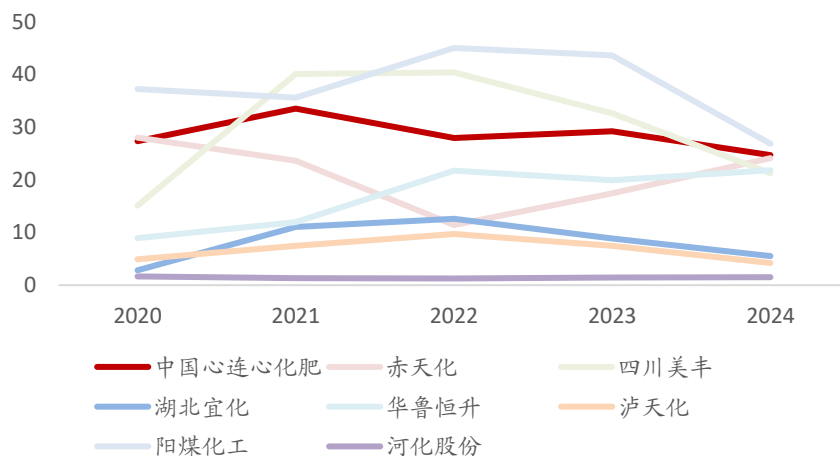
图：公司获得奖励



# 公司的尿素业务具有成本优势

公司的尿素业务具有成本优势。2024年，尿素行业的主要上市公司阳煤化工、中国心连心化肥、赤天化、华鲁恒升、四川美丰、湖北宜化、泸天化和河化股份的尿素业务的毛利率分别为24.69%、24.11%、24.11%、21.82%、21.25%、5.54%、4.21%和1.51%。2020-2024年，尿素行业主要上市公司的尿素业务毛利率的平均值分别为15.75%、20.58%、21.26%、20.07%和16.25%；公司的尿素业务毛利率分别为27.33%、33.52%、27.96%、29.19%和24.69%，分别高于平均值11.58、12.94、6.70、9.12和8.44个百分点。

图：主要上市公司的尿素业务毛利率（%）

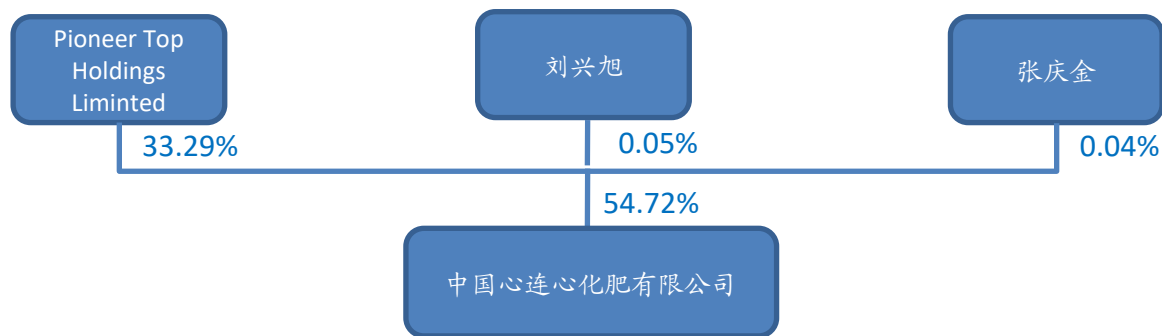


注：华鲁恒升、泸天化未披露尿素业务毛利率，采用化肥的毛利率

# 刘兴旭为公司实控人

根据公司官网，刘兴旭为公司实控人，直接持有公司0.05%股份，Pioneer Top Holdings Limited为公司最大股东，持股33.29%，该公司实控人也为刘兴旭。在对外投资上，公司投资多家全资及控股子公司、孙公司，具体包括100%全资子公司河南心智联企业管理有限公司、河南氢力能源有限公司，76.43%控股子公司河南心连心化学工业集团股份有限公司。

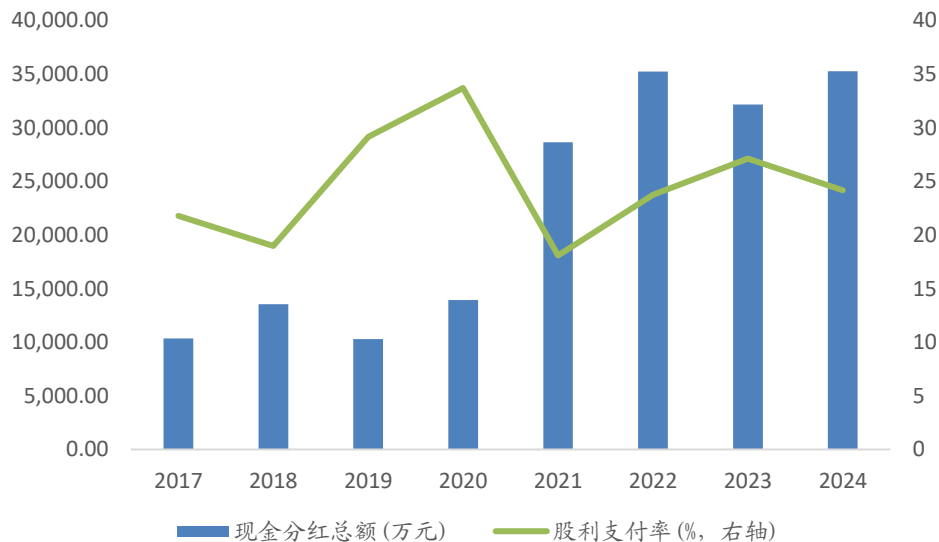
图：公司股权结构图（截至2024年）



# 公司重视股东回报

公司高度重视股东对股息方面的意见，亦就公司的实际财务状况、长远发展需要和投资机遇等因素来制定每年的派息。近年来，公司分红总额及股息率不断增长，2024年，公司现金分红总额3.52亿元，每股股利0.27港元，股息率5.23%。

图：公司上市以来分红情况



# 目录

- 国内氮肥行业龙头，深耕行业数十载
- 尿素行业产能扩张，公司具备规模优势
- 复合肥产能扩张，销量不断提升
- 发展下游精细化工品，一头多尾柔性调节生产
- 分拆深冷能源独立上市，发展特种气体板块
- 盈利预测及风险提示

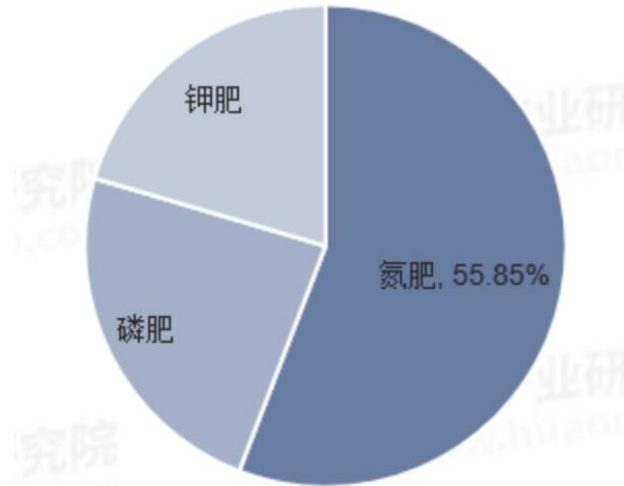
## 氮肥是用量最大的化肥品种

氮肥，是以氮（N）为主要成分，具有N标明量，施于土壤可提供植物氮素营养的单元肥料。氮肥是世界化肥生产和施用量最大的肥料品种；适宜的氮肥用量对于提高作物产量、改善农产品质量有重要作用，氮肥集团可分为氨态氮肥、铵态氮肥、硝态氮肥、硝铵态氮肥、氰氨态氮肥和酰胺态氮肥。根据华经情报网，2023年全球氮肥需求量为1.0699亿吨，需求占比达55.85%。

表：氮肥主要种类情况

| 主要类别  | 主要产品 | 产品特点                                                                                                                      |
|-------|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 铵态氮肥  | 硫酸铵  | 白色细粒结晶，含氮17%～18%，有氨臭味，易溶于水，呈碱性反应。碳酸氢铵不含副成分，适用于任何土壤和各种作物，贮存和运输时要密封，严防受潮、暴晒及过久贮存。                                           |
|       | 氯化铵  | 纯硫酸铵为白色结晶，含氮20%～21%，易溶于水，是速效肥料。作追肥时应深施覆土，水稻田不宜大量施用硫酸铵，否则，在缺氧的还原层，硫酸根被还原成硫化氢，使稻根发黑。                                        |
|       | 碳酸氢铵 | 白色结晶，含氮24%～25%，吸湿性弱，不易结块。施入土壤后，铵离子被作物吸收，氯离子残留在土壤中，使土壤酸性增加，故为生理酸性肥料。氯化铵施于盐土会加重盐害，应避免使用。                                    |
| 硝酸态氮肥 | 硝酸铵  | 硝酸铵为白色结晶，含氮量33%～35%，易吸湿结块。硝酸具有助燃性，高温下易爆炸，贮运时不能与煤油、锯末、秸秆等易燃物放在一起。                                                          |
| 酰胺态氮肥 | 尿素   | 尿素为白色针状结晶，含氮量44%～46%，是高浓度肥料。尿素易溶于水，颗粒状尿素吸湿性不大，物理性状较好，是大力发展的氮肥品种。尿素适宜各种作物和土壤。可作基肥和追肥，不宜作种肥。因养分含量高，直接接触种子，影响种子萌发。尿素最适宜根外追肥。 |

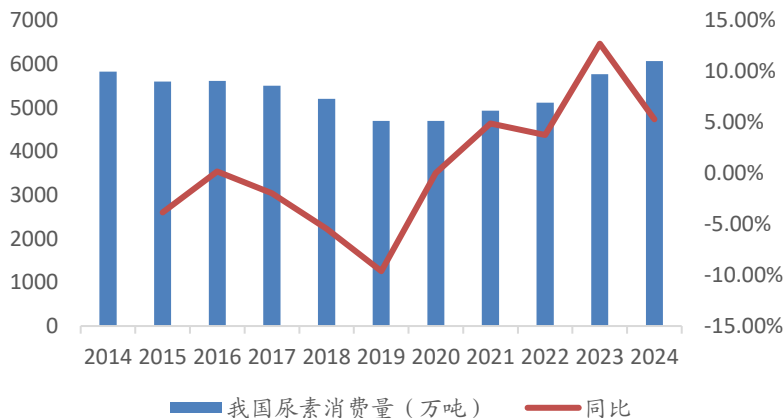
图：全球化肥细分市场需求（按养分）



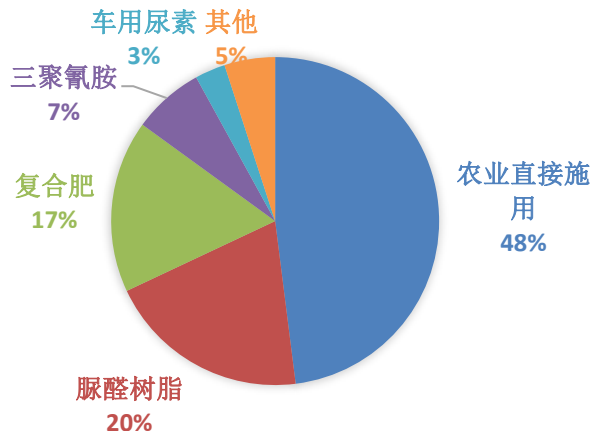
## 尿素为最常用氮肥之一，下游应用广阔

根据惠农网，尿素是最常用的氮肥之一，含氮量是所有肥料类别中最高的，因此更适合需要更多氮肥的作物。从肥料行业的学术角度来看，尿素也被称为碳酰胺。它是碳氢化合物、氢和氧的有机化合物，为白色结晶，适用于各种土壤和作业。尿素作为肥料可以起到促进作物生长、促进作物在生长期新梢的发育、作为叶面肥施用，能为作物补充肥料的同时杀灭害虫的作用。根据卓创资讯，2024年我国尿素年度消费量6070万吨，同比增长5%。根据隆众资讯，我国尿素下游消费以农业为主，占比超过60%。其中农业直接施用是尿素下游消费占比最大的部分，约为48%；其次为脲醛树脂和复合肥，分别占比20%和17%。

图：2014-2024年我国尿素消费量（万吨）



图：我国尿素下游需求占比 (%)





# 我国政策淘汰落后尿素产能

根据国家发改委于2023年6月发布的《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版）》的通知，我国结合工业重点领域产品能耗、规模体量、技术现状和改造潜力等，进一步拓展能效约束领域，在此前明确的炼油、煤制焦炭、煤制甲醇、电解铝等25个重点领域能效标杆水平和基准水平的基础上，增加乙二醇、尿素、钛白粉、粘胶短纤维等11个领域，原则上应在2026年底前完成技术改造或淘汰退出。

同时，根据我国工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版），我国尿素（汽轮机驱动）单位产品能耗基准水平为170千克标准煤/吨，标杆水平为150千克标准煤/吨，尿素（电机驱动）单位产品能耗基准水平为165千克标准煤/吨，标杆水平为138千克标准煤/吨。

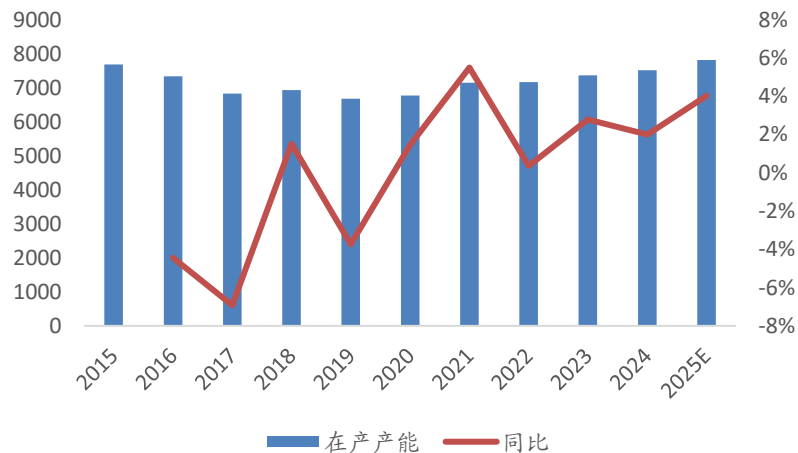
图：工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版）

| 序号 | 国民经济行业分类及代码  |          |            | 重点领域 |                 | 指标名称     | 指标单位    | 标杆水平 | 基准水平 | 参考标准                                          |
|----|--------------|----------|------------|------|-----------------|----------|---------|------|------|-----------------------------------------------|
|    | 大类           | 中类       | 小类         |      |                 |          |         |      |      |                                               |
| 4  | 化学原料和化学制品制造业 | 基础化学原料制造 | 有机化学原料制造   | 石油   | 石油冶炼类           | 综合能耗     | 吨/吨     |      |      |                                               |
|    |              |          |            |      |                 | 单位产品能耗   | 千克标准煤/吨 | 590  | 640  | GB 30250                                      |
|    |              |          |            |      | 对二甲苯            | 单位产品能耗   | 千克标准煤/吨 | 380  | 550  | GB 31534                                      |
|    |              |          | 其他基础化学原料制造 | 乙二醇  | ★乙二醇            | 单位产品能耗   | 千克标准煤/吨 | 375  | 470  | GB 32048                                      |
|    |              |          |            |      |                 | 综合能耗     | 吨/吨     | 2300 | 2800 | GB 21345<br>注：对粉矿采用烧结或熔炼工艺的，能耗数值增加700千克标准煤/吨。 |
|    |              |          |            |      |                 | 单位产品综合能耗 | 千克标准煤/吨 | 1100 | 1350 |                                               |
|    |              | 肥料制造     | 氮肥制造       | 合成氨  | 优质无烟块煤          | 单位产品综合能耗 | 千克标准煤/吨 | 1200 | 1520 | GB 21344                                      |
|    |              |          |            |      | 非优质无烟块煤、型煤      | 单位产品综合能耗 | 千克标准煤/吨 | 1350 | 1550 |                                               |
|    |              |          |            |      | 粉煤（粒度大于80微米、细粒） | 单位产品综合能耗 | 千克标准煤/吨 | 1000 | 1200 |                                               |
|    |              |          | 磷肥制造       | ★尿素  | 汽轮机驱动           | 单位产品能耗   | 千克标准煤/吨 | 150  | 170  | GB 32035                                      |
|    |              |          |            |      | 电机驱动            | 单位产品能耗   | 千克标准煤/吨 | 138  | 165  |                                               |
|    |              |          |            |      | 脲酶法（粒状）         | 单位产品综合能耗 | 千克标准煤/吨 | 255  | 275  |                                               |
|    |              | 磷肥制造     | 磷酸一铵       | 磷酸一铵 | 脲酶法（粉状）         | 单位产品综合能耗 | 千克标准煤/吨 | 240  | 260  | GB 29138                                      |
|    |              |          |            |      | 料浆法（粒状）         | 单位产品综合能耗 | 千克标准煤/吨 | 170  | 190  |                                               |
|    |              |          |            |      | 料浆法（粉状）         | 单位产品综合能耗 | 千克标准煤/吨 | 165  | 185  |                                               |
|    |              | 磷酸二铵     | 磷酸二铵       | 磷酸二铵 | 脲酶法（粒状）         | 单位产品综合能耗 | 千克标准煤/吨 | 250  | 275  | GB 29139                                      |
|    |              |          |            |      | 料浆法（粉状）         | 单位产品综合能耗 | 千克标准煤/吨 | 250  | 275  |                                               |

# 行业产能不断扩张，未来竞争加剧

截至2025年6月30日，我国尿素2025年新增产能250万吨/年，在产产能7763万吨/年；同时，卓创资讯预计我国2025年新增尿素产能493.8万吨/年，在产产能7815万吨/年。

图：2018-2025E公司尿素行业在产产能情况（万吨）



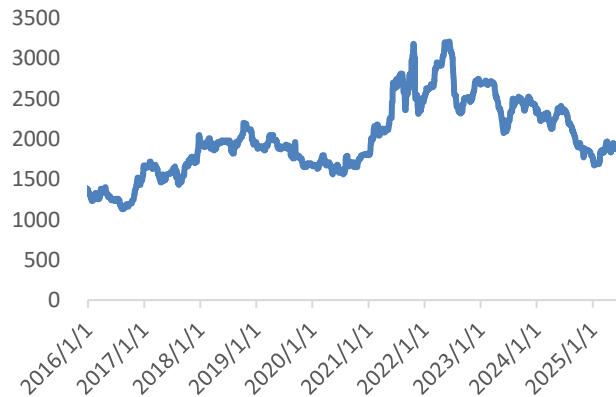
表：2025E公司尿素行业新建产能情况（万吨）

| 企业   | 工艺路线 | 投产时间       | 产能 (万吨) | 所在省份   |
|------|------|------------|---------|--------|
| 乌兰集团 | 煤制尿素 | 2025-12-31 | 85.8    | 内蒙古自治区 |
| 晋煤中能 | 煤制尿素 | 2025-08-01 | 80      | 安徽省    |
| 河北正元 | 煤制尿素 | 2025-06-30 | 52      | 河北省    |
| 正元氢能 | 煤制尿素 | 2025-12-31 | 52      | 河北省    |
| 亿利资源 | 煤制尿素 | 2025-12-31 | 52      | 内蒙古自治区 |
| 旭阳中燃 | 煤制尿素 | 2025-12-31 | 52      | 内蒙古自治区 |
| 晋控日月 | 煤制尿素 | 2025-12-31 | 20      | 山东省    |
| 总计   |      |            | 494     |        |

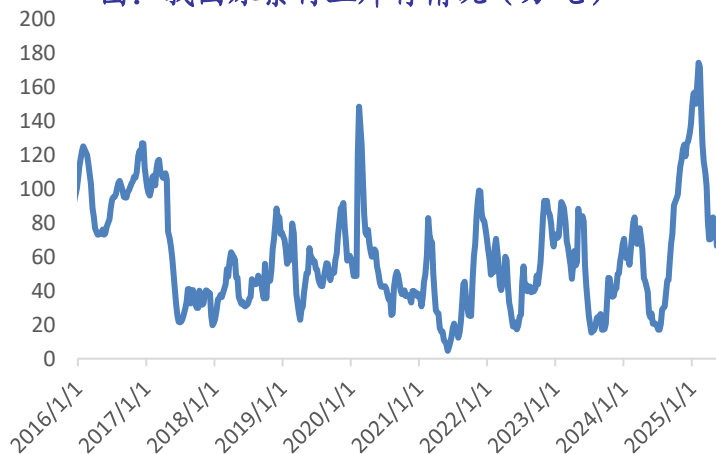
# 尿素价格波动，行业库存下降

根据卓创资讯，截至2025年6月30日，尿素（华鲁恒升（中小颗粒））价格1780元/吨，同比下降23.3%，月环比下降2.7%。截至2025年6月26日，我国尿素企业库存总量93.10万吨，较上期减少2.62%，同比下降52.7%。国内尿素市场在供需宽松格局主导下，叠加政策传闻扰动及期货持续走弱影响，价格呈现稳中窄幅震荡态势，市场情绪谨慎观望。农业需求释放缓慢，基层及贸易商备肥以按需、少量为主，采购情绪普遍谨慎。尿素企业新单成交清淡，部分企业为执行出口订单继续预留库存，导致尿素企业库存继续增加。

图：我国尿素价格走势图（元/吨）



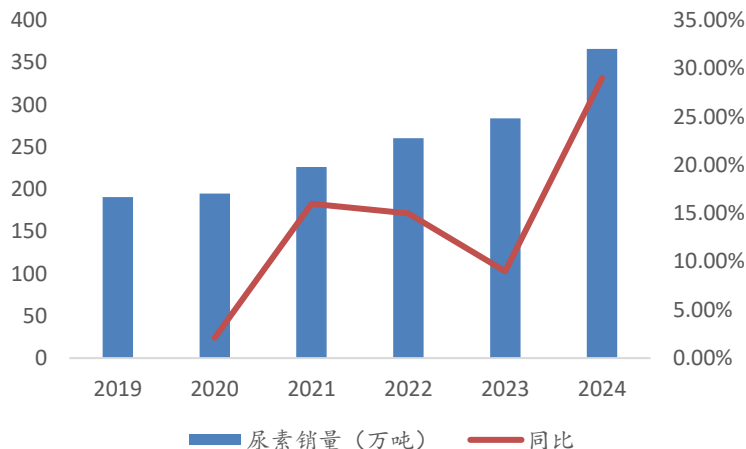
图：我国尿素行业库存情况（万吨）



# 公司尿素产能规模高，不断进行降本增效

公司2024年尿素产能合计产能390万吨，其中河南基地产能260万吨，江西基地产能80万吨、新疆基地产能50万吨，公司尿素单体规模全国最大。在销量上，2024年，公司随着产能规模的扩大，尿素产量同比增加21%，带动销量同比大幅增长29%。公司不断进行降本增效，公司所有装置均实现技术升级，煤炭转化效率超过99.7%，尿素制造成本连续多年低于行业平均成本10%以上，连续十二年被工信部评定为“合成氨能效领跑标杆企业”，累计节约标煤超28万吨

图：公司2019-2024年公司尿素销量（万吨）



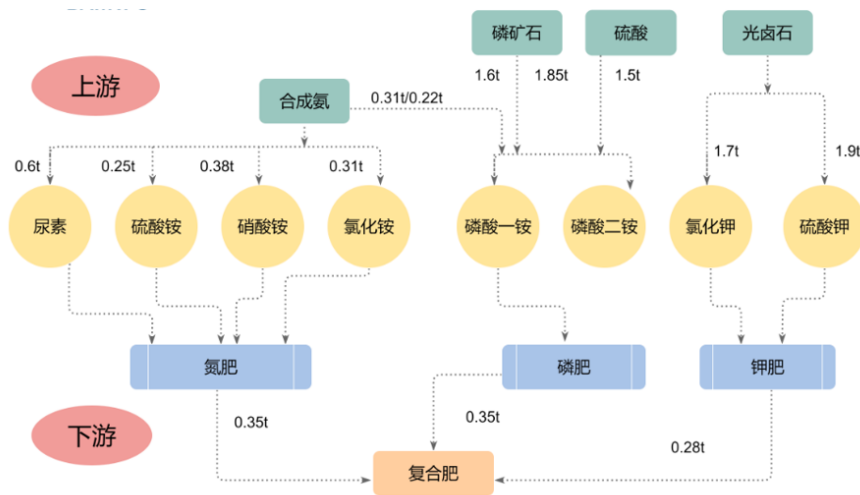
# 目录

- 国内氮肥行业龙头，深耕行业数十载
- 尿素行业产能扩张，公司具备规模优势
- 复合肥产能扩张，销量不断提升
- 发展下游精细化工品，一头多尾柔性调节生产
- 分拆深冷能源独立上市，发展特种气体板块
- 盈利预测及风险提示

# 复合肥养分含量高，适用于多种农作物

复合肥是农业生产领域中常用的肥料，由氮、磷、钾三种营养元素由物理或化学方法制成。复合肥具有养分含量高、副成分少、结构均匀、节省储运费用和包装材料等特点。复合肥下游广泛用于大田作物和经济作物，行业的景气程度与种植业景气密切相关。根据智研资讯，复合肥产业链上游是煤炭、天然气、磷矿石、钾盐矿、盐湖等天然矿产资源加工行业，复合肥配比需要氮、磷、硫、钾等化学元素材料。我国国内煤炭、天然气、磷矿石等矿产资源相对丰富，但国内钾矿资源较少且盐湖禀赋较差，氯化钾及硫化钾市场比较依赖于海外进口，导致国内钾元素复合肥市场价格偏高。

图：复合肥产业链



复合肥品种多样，不同复合肥适用农作物及场景不同。根据惠农网，复合肥按照制造方法可以分为化成复合肥和混成复合肥，按营养元素分类可以分为二元复合肥、三元复合肥、多元复合肥，按营养存在形式分类可以分为硫酸钾型复合肥、氯化钾型复合肥、铵态氮型复合肥料、硝铵态氮型复合肥料等，按肥效时间长短可以分为普通复合肥、控释肥、缓控释肥等，按营养浓度含量分类可以分为高、中、低浓度复合肥。

表：常见四种复合肥介绍

| 品种     | 产品介绍                                                                                  | 适用范围                               | 施用方法                 |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------|----------------------|
| 硝硫基复合肥 | 氮元素由硝酸铵提供，钾素的来源采用硫酸钾，或将氯化钾脱去氯离子制成的复合肥料。不含缩二脲，氯离子低于3%                                  | 旱田作物，尤其适宜喜硫忌氯作物或缺硫、盐碱性土壤           | 底肥或追肥                |
| 硫基复合肥  | 钾素的来源采用硫酸钾，或将氯化钾脱去氯离子制成的复合肥料，且氯离子的含量不能超过3%，否则就是氯基复合肥                                  | 各类土壤和各种作物                          | 基肥、追肥、种肥和根外追肥        |
| 氯基复合肥  | 钾元素以氯化钾的形式存在，可分为单氯和双氯产品，单氯是指除钾元素是氯化钾形式外，氮元素为尿素等不含氯离子的制成，双氯是钾元素以氯化钾形式、氮元素以氯化氨的形式取得的复合肥 | 对氯敏感作物的产量和品质均有不良影响，严重降低该类经济作物的经济效益 | 基肥和追肥                |
| 尿基复合肥  | 氮元素以尿素的形式获得，尿基复合肥一般都是高氮产品，特别是氮元素含量20以上的复合肥，氯化氨和碳铵生产不出这么高的氮含量                          | 在生产过程中容易产生缩二脲，作种肥时，应与种肥隔离          | 注意烧苗，施用时要深施覆土，防止氨的损失 |

我国实施化肥减量增效政策。2022年年末，农业农村部印发《到2025年化肥减量化行动方案》和《到2025年化学农药减量化行动方案》，提出进一步减少化肥、化学农药施用总量。化肥方面，重点减少化肥用量，提高有机肥资源还田量、测土配方施肥覆盖率以及化肥利用率，即“一减三提”：

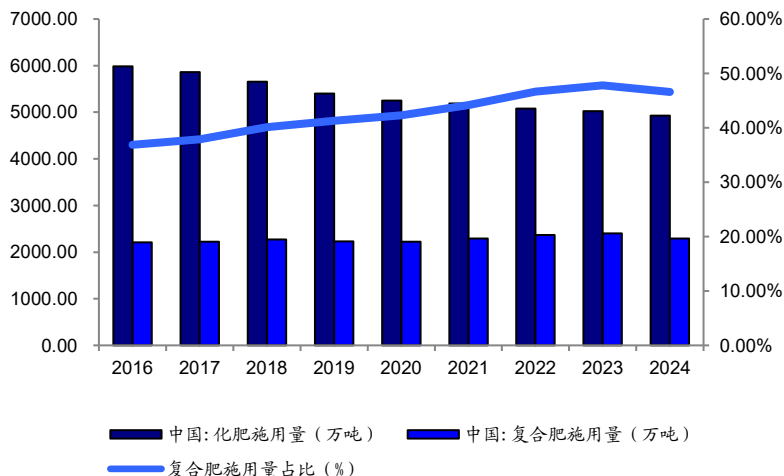
- 1) 进一步减少农用化肥施用总量。到2025年，氮、磷、钾和中微量元素等养分结构更加合理，全国农用化肥施用量实现稳中有降；
- 2) 进一步提高有机肥资源还田量。大力推进绿色种养循环农业试点，有机肥资源得到有效合理还田利用，到2025年有机肥施用面积占比增加5个百分点以上；
- 3) 进一步提高测土配方施肥覆盖率。持续推进农户调查、田间试验、制定配方等基础性工作，到2025年全国主要农作物测土配方施肥技术覆盖率稳定在90%以上；
- 4) 进一步提高化肥利用率。推广施肥新技术、新产品和新机具，全面提升科学施肥水平，到2025年全国三大粮食作物化肥利用率达到43%。



# 我国化肥施用量下降，复合肥施用量占比保持增长趋势

2017-2024年我国化肥折纯施用量由5859.4万吨下降至4925.8万吨，CAGR为-2.4%；我国复合肥折纯施用量由2220万吨增长至2294万吨，CAGR为0.5%。2017-2024年，我国复合肥施用量占比保持增长趋势，从37.89%提升至2024年46.57%。

图：2016-2024年我国化肥施用情况



# 降碳减排趋势下，我国复合肥向高效、绿色方向发展

根据中国化工报，我国当前农业面临不均衡施肥、过量施肥造成的持续环境压力，未来我国发展配方施肥、减肥增效的需求不断增加，化肥施用总量会不断下降，因此为农业生产提供更加高效、精准、绿色的化肥产品应成为行业高质量发展的重要课题。根据《我国绿色高效化肥产品创新与产业发展》，国外绿色高效化肥产品创制和产业化研究主要是从 20 世纪 60、70 年代开始的，代表性产品有包膜缓释肥料、生化抑制稳定性肥料、合成微溶脲醛肥料等。我国真正开始大量研究高效化肥产品是 20 世纪 90 年代以后的事情，尤其是进入 2000 年以后，包膜缓释肥料、包裹型肥料、稳定性肥料、脲醛肥料等在我国陆续实现产业化，并在农业生产中逐渐发挥重要作用。

表：我国已经实现产业化的绿色高效化肥产品的四大类型

| 肥料类型   | 技术                                                                                                      | 主要产品                                                  |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|
| 包膜缓释肥料 | 以包膜技术方式，通过优化化肥养分的释放和供应模式来改善肥效                                                                           | Luxacote包裹性缓释肥料、热塑性树脂包衣缓释肥料、树脂包膜尿素、硫包衣尿素、肥料包裹型缓释肥料等   |
| 稳定性肥料  | 经过一定工艺向肥料中加入脲酶抑制剂和(或)硝化抑制剂，施入土壤后能通过脲酶抑制剂抑制尿素的水解，和(或)通过硝化抑制剂抑制铵态氮的硝化，使肥效期得到延长的一类含氮肥料(包括含氮的二元或三元肥料和单质氮肥)。 | 氢醌(HQ)、N-丁基硫代磷酸三胺(NBPT)、主双氰胺(DCD)、3,4-二甲基吡唑磷酸盐(DMPP)等 |
| 脲醛类肥料  | 尿素与醛类的缩合物                                                                                               | 脲甲醛(UF)、异丁叉二脲(IBDU)、丁烯叉二脲(CDU)等，其中最常见的是脲甲醛(UF)        |
| 增值肥料   | 利用载体增效制肥技术，将微量高效生物活性增效载体与化学肥料科学配伍，通过综合调控“肥料-作物-土壤”系统改善肥效的一类高效产品(可简称为含微量有机生物活性增效载体的一类高效肥料)。              | 海藻酸增值复合肥料、锌腐酸增值尿素等                                    |

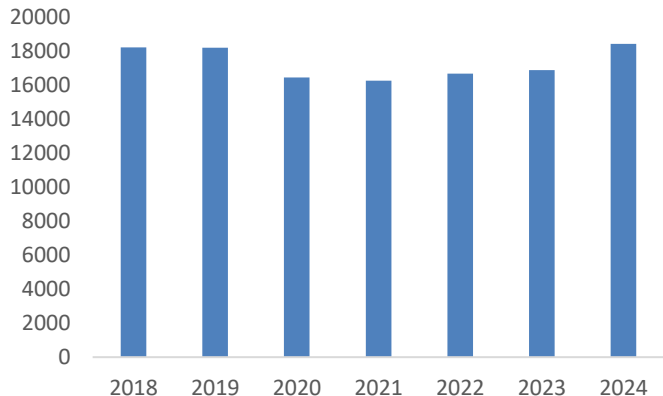
# 我国复合肥行业集中度有望提升

根据卓创资讯，我国复合肥产能利用率较低，2024年我国复合肥年度产能利用率为28.61%；同时，我国复合肥行业产能不断扩张，截至2025年6月11日，卓创资讯预计我国2025年复合肥新增产能400万吨/年，2024年在产产能总计1.92亿吨；预计2025年我国新增产能200万吨/年，在产产能1.93亿吨。根据华经产业研究院，目前国内复合肥市场竞争异常激烈，传统复合肥产能过剩，在建和拟建复合肥项目不断增加。随着国家对粮食生产提出新的要求、化肥行业优惠政策支持力度的减弱、环保政策的陆续出台，生产成本低、技术落后、污染严重的企业会被淘汰，企业向规模化发展会是必然，行业产能集中度有望提升。

图：我国复合肥拟在建产能情况

| 企业       | 产能（万吨/年） | 所在省份     |
|----------|----------|----------|
| 云南解化     | 60       | 云南省      |
| 广西贵港史丹利  | 50       | 广西壮族自治区  |
| 河北多打粮    | 40       | 河北省      |
| 河北春潮生物   | 40       | 河北省      |
| 福建松道化工   | 40       | 福建省      |
| 安徽明容生物   | 40       | 安徽省      |
| 新疆高冠     | 30       | 新疆维吾尔自治区 |
| 河南周口中科化工 | 30       | 河南省      |
| 湖北宜化     | 20       | 湖北省      |
| 新疆大化昆仑   | 20       | 新疆维吾尔自治区 |
| 河北中研     | 20       | 河北省      |
| 广西珈玛特    | 10       | 广西壮族自治区  |
| 总计       | 400      |          |

图：2018-2024年我国复合肥产能情况（万吨）



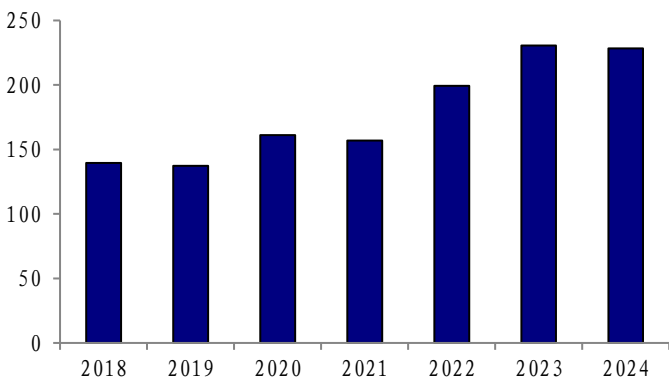
# 2018-2024年公司复合肥销量年复合增长率达8.55%

在大基地上，公司河南、江西、新疆分别有复合肥产能210万吨、45万吨、75万吨；在小基地上，公司甘肃小基地（一期）具备高塔复合肥产能14万吨、水溶肥产能3万吨、液体肥产能1万吨，东北小基地一期具备复合肥产能55万吨。同时，公司广西贵港建设复合肥一期项目正在有序建设中。在销量上，公司2024年复合肥销量约228万吨，同比减少0.9%；2018-2024年公司复合肥销量年复合增长率达到8.55%。

表：公司复合肥产能情况（万吨）

| 大基地   |                     |          |
|-------|---------------------|----------|
| 基地    | 产能（万吨）              | 在建产能（万吨） |
| 河南基地  | 210                 | -        |
| 江西基地  | 45                  | -        |
| 新疆基地  | 75                  | -        |
| 小基地   |                     |          |
| 基地    | 产能（万吨）              | 在建产能（万吨） |
| 东北葫芦岛 | 55                  | -        |
| 广西金昌  | -                   | 30       |
| 甘肃金昌  | 18（包括3万吨水溶肥+1万吨液体肥） | -        |

图：2018-2024年公司复合肥销量情况（万吨）



资料来源：公司公告，公司官网，环球富盛理财

# 打造四大品牌，提升复合肥市场竞争力

公司积极相应国家“减肥增效”、“测土配方施肥”发展战略，在行业内率先提出“中国高效肥倡导者”品牌定位，与中国科学院等科研单位共同研发推广高效肥产品，实现差异化、精细化肥料产品布局。根据公司官网，公司根据市场的差异化需求，细分市场做好品牌的区分管理，实施多品牌发展战略，目前主要有心连心、手拉手、沃利沃、双心四大品牌。

图：公司主要肥料品牌情况



**心连心：中国高效肥倡导者**

定位：中高端品牌。

公司主品牌，以“腐植酸、控失、作物专用肥、高塔硝硫基、水溶肥”为重点高效肥品类。



**手拉手：你我手拉手 丰收遍神州**

定位：中端品牌。

以大田产品为主，重点打造样板市场。



**沃利沃：施肥沃利沃 土壤更肥沃**

定位：高端品牌。

专注于海藻酸等新型高端肥料的开发与推广，产品涵盖海藻酸、稳定性、全水溶腐植酸、长效控失、高塔硝硫基、高塔尿基、增效型等系列产品。



**双心：大品牌 有保证**

定位：电商品牌。

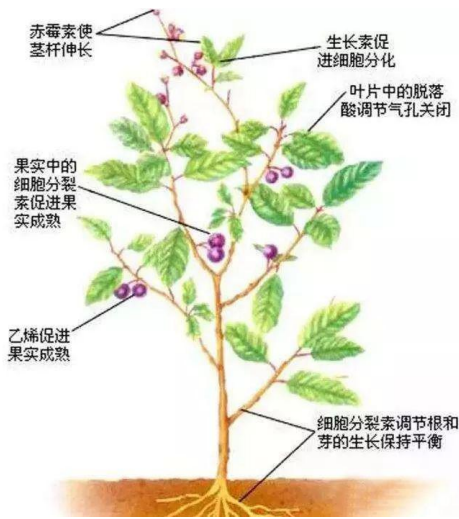
集中线上销售与终端配肥站。



# 发展新型海藻肥，提升产品竞争力

海藻肥是一种使用海洋褐藻类生产加工或者再配上一定数量的氮磷钾以及中微量元素加工出来的一种肥料。海藻肥具有多种形态，市场上主要以液体跟粉末为主。海洋褐藻中含有细胞激动素、生长素、赤霉素、脱落酸、甜菜碱、乙烯等活性物质，具有促进植物生长、根系发育以及提高光合作用等功效，是一种生态环保高效的新型肥料。公司沃利沃品牌定位高端肥料，具体产品包括海藻酸。

图：海藻肥主要功效



图：公司沃利沃品牌主要产品





# 公司不断提升农化服务质量，提供全方位服务

公司重视农化服务，走在农化服务领域的前沿，心连心农化服务中心创建于2000年，基层服务网点辐射全国，并配套售前、售中、售后全方位服务，长期深入农村一线，传播科学种田理念，宣传测土配肥知识。为加快推广高效肥料，把科学施肥落到实处，探索建立具有心连心特色的营销服务体系，打造“研、产、供、销”一体化服务平台。公司加强集“智能配肥站+化验室+营销大数据平台”为一体的高效农业服务中心建设，从测土化验开始，到专家配方、精准施肥、种植指导，通过对当地土壤和作物的深入研究，为农户提供精准服务。。

图：公司农化服务情况



## 建立试验示范田，组织现场观摩会

与各地土肥部门结合，对市场上的农业种植大户、科技示范户、重点户为真免费测土，进行专业的指导和培训，在收获季节，组织周围的农户前来参观，通过现场肥效的对比，充分发挥榜样的力量，使广大农民朋友接受测土配方施肥技术，大户带动小户。



## 建立科技示范村，以点带面普及高效肥

公司在全国建立多个示范村，通过示范村的推广，让更多的农民意识到高效肥的好处，以点带面，让周围的村镇都用上高效肥，逐步普及高效肥的大面积使用。



## 组织示范户来厂参观，观摩培训一体化

组织示范户到公司参观，了解配肥的生产经营情况，并利用多媒体教学形式对农民面对面进行培训，讲解肥料的鉴别、化肥科学施用技术，把一部分感兴趣的农民朋友培养成测土配方施肥技术的宣传员。



## 融合移动应用，打造线上农技服务平台

心农服平台借助移动应用、大数据信息化技术，围绕着一线业务人员、种植大户、终端用户等需求，从农学鉴、专家问答、土库和植保方案等方面挖掘前端资源需求，后端快速响应。同时通过心农服打通终端建设的服务中心化验室功能和公司后台土壤检测、专家推荐配方的流程全链通。

# 目录

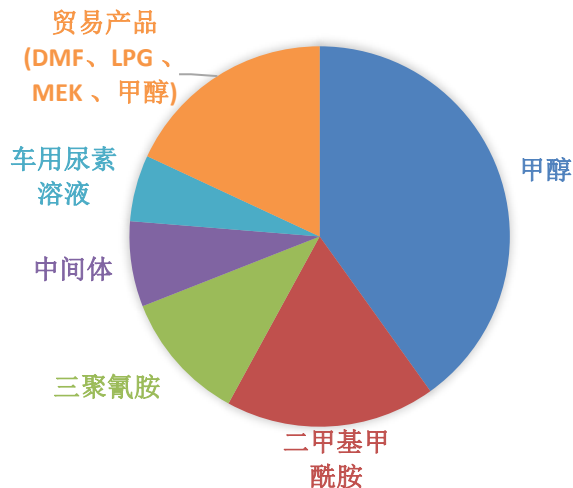
- 国内氮肥行业龙头，深耕行业数十载
- 尿素行业产能扩张，公司具备规模优势
- 复合肥产能扩张，销量不断提升
- 发展下游精细化工品，一头多尾柔性调节生产
- 分拆深冷能源独立上市，发展特种气体板块
- 盈利预测及风险提示



# 公司采用“一头多尾”模式，柔性调节多种化工品的生产

公司化工产品主要包括甲醇、二甲醚、液氨、车用尿素等，公司强化一头多尾柔性生产，提高效率，充分发挥合成气低成本的优势，向下游化工产品延伸，提高能源资源综合利用效率，增强产品链的竞争优势，快速推动产业链转型升级。在收入占比上，根据公司公告，2024年甲醇产品在公司化工品收入中占比最大，其次是二甲基甲酰胺。

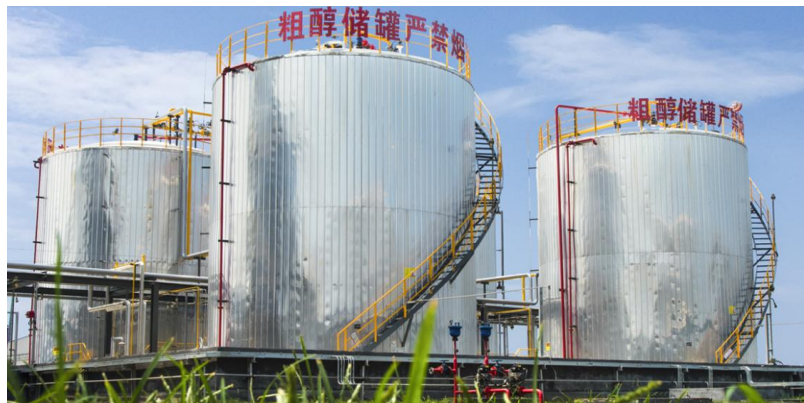
图：2024年公司各类化工产品收入占比（%）



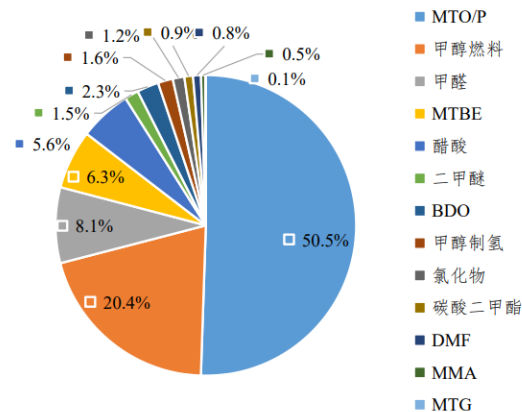
# 甲醇：基础有机化工原料，公司具备能耗优势

甲醇（ $\text{CH}_3\text{OH}$ ），是结构最为简单的饱和一元醇，又称“木醇”或“木精”，是无色有酒精气味易挥发的液体。甲醇用途广泛，是基础的有机化工原料，主要应用于烯烃、甲醛、二甲醚、MTBE、醋酸、精细化工等多种有机产品，也是农药、医药的重要原料之一。作为清洁能源，甲醇在汽车、船舶、锅炉燃料等新兴领域应用逐年增加。公司甲醇采用低压甲醇合成和精馏技术，既可生产GB338-2011优等品精甲醇，又可生产美国O-M-232KAA级精甲醇，同时实现无含醇污水排放，以及采用联醇生产工艺，产品质量稳定。2022年，公司以1269千克标准/吨产品获得全国甲醇能耗领跑者标杆企业荣誉。

图：公司甲醇装置



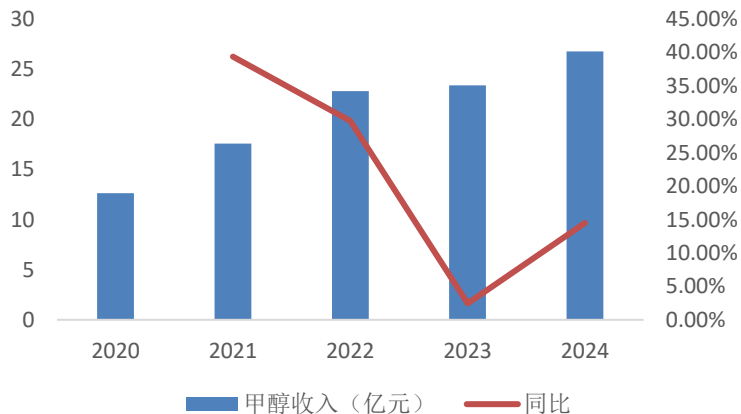
图：我国甲醇下游消费占比（%）



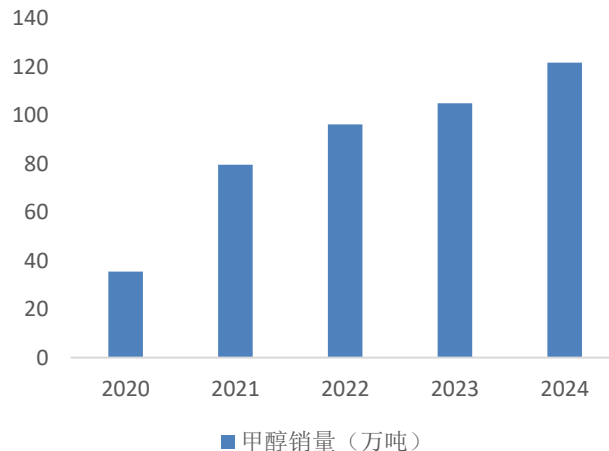
# 甲醇：产品销量持续增长

2024年公司甲醇销售收入同比增长14.5%至约人民币26.8亿元。2020-2024年甲醇收入复合增速为21%；2020-2024年甲醇销量由35.5万吨增长至122.0万吨，复合增速为36%。

图：2020-2024年公司甲醇收入（亿元）及增速（右轴）



图：2020-2024年公司甲醇销量（万吨）



# 甲醇：供给量相对稳定，市场需求整体偏弱

根据百川盈孚，截至2025年6月27日，甲醇（华东地区）价格2785元/吨，同比增长8.8%，环比上个月增长22.3%；价差1823元/吨，同比增长26.4%，环比上个月增长38.0%。根据卓创资讯，市场供应量较为充足，有一定出货压力，下游工厂心态一般，刚需采买为主。下游工厂开工一般，采购积极性不高，刚需采购，满足生产为主，贸易商随行就市。

图：甲醇价格价差走势图（元/吨）



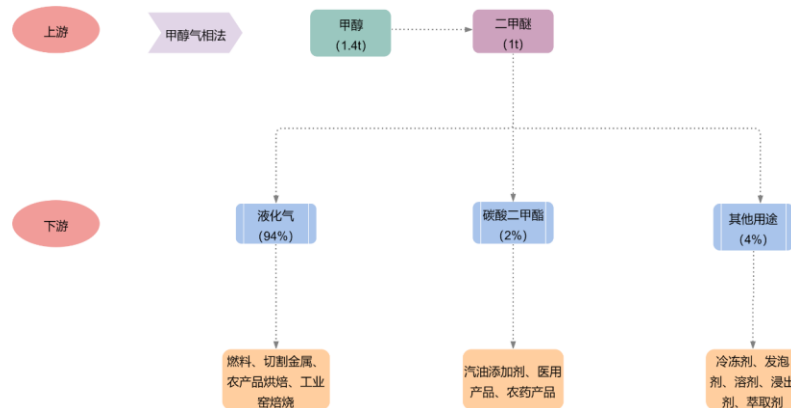
## 二甲醚：甲醇下游产品，公司采用“两步法”工艺

二甲醚又称甲醚，简称DME。二甲醚在常温常压下是一种无色气体或压缩液体，具有轻微醚香味，属于清洁能源。产品等级主要有燃料级（99%）、气雾剂级（99.9%）、化妆品级（99.99%）。目前国内主要用在民用燃气、工业锅炉、商业餐饮等领域使用。公司二甲醚主要采用“两步法”工艺，节能效果更为显著，同时，公司采用YTL-1型特种甲醇催水催化剂，行业节能效益和经济效益显著。在营销上，公司建立华东、华南、华北、西南等四大营销服务中心，营销、物流一体化、专业化、快速服务市场。在产能上，截至2024年，公司河南基地二甲醚产能10万吨/年，江西基地二甲醚产能20万吨/年。

图：公司二甲醚储罐



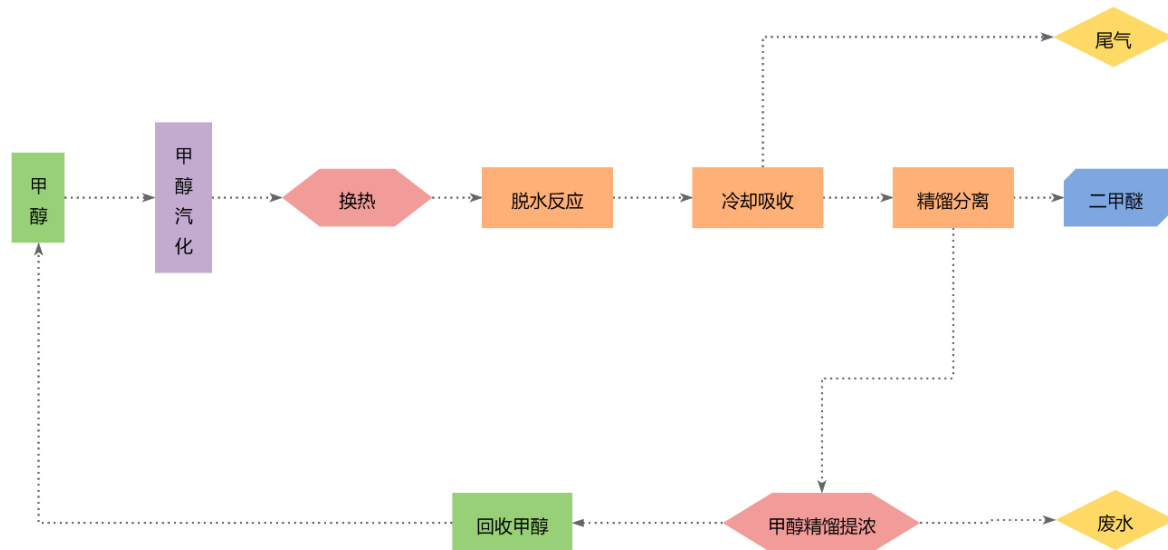
图：二甲醚产业链结构图



# 二甲醚：公司柔性调节甲醇、二甲醚生产

甲醇为二甲醚主要生产原料，根据百川盈孚，在甲醇气相法下，每生产一吨二甲醚需要1.4吨原料甲醇。公司柔性调节甲醇和二甲醚生产。

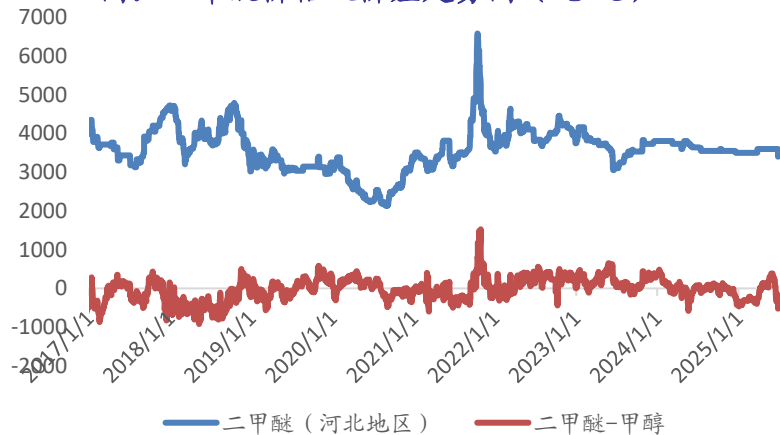
图：二甲醚生产流程图



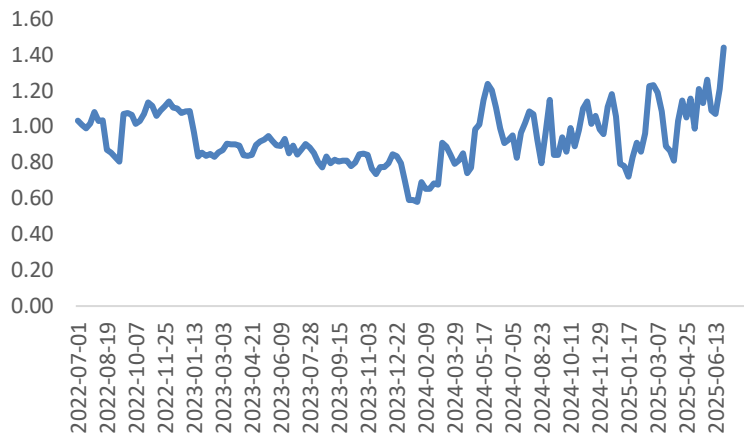
## 二甲醚：库存高位，价差有所下降

根据百川盈孚，截至2025年6月27日，我国二甲醚（河北地区）均价3640元/吨，日环比下降5.6%；截至2025年6月27日，二甲醚-甲醇价差-526.85元/吨，日环比减少216.92元/吨。截至2025年6月27日，我国二甲醚工厂周度库存量为1.44万吨，环比上升19.01%，年同比增长55.7%。目前二甲醚局部地区市场供应充裕，装置停车居多，库存高位，但出货情况尚可，该地区厂家存一定挺价心态，华中地区相关检查影响持续，下游刚需出货。

图：二甲醚价格及价差走势图（元/吨）



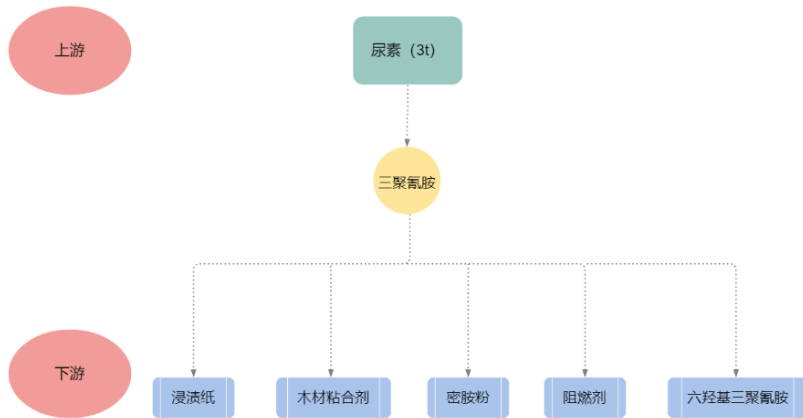
图：二甲醚工厂周度库存情况（万吨）



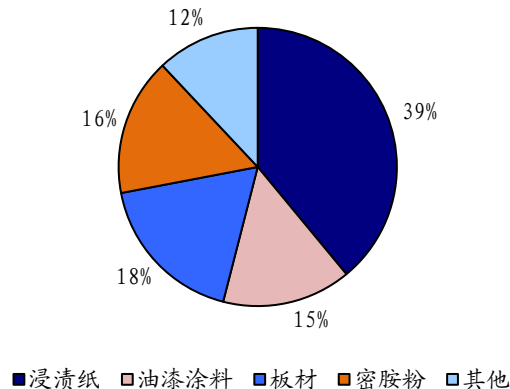
# 三聚氰胺：以尿素为原料，下游应用领域广泛

三聚氰胺又名蜜胺、蛋白精，学名三氨三嗪，是一种三嗪类含氮杂环有机化合物，被用作化工原料，是一种以尿素为原料的重要的氮杂环有机化工中间体，根据百川盈孚，每吨三聚氰胺需要三吨尿素；三聚氰胺可广泛用于木材加工、塑料、涂料、减水剂、造纸、粘合剂、纺织、皮革、电器、医药、阻燃剂等行业。公司三聚氰胺采用意大利欧技高压非催化法第四代现金工艺技术，综合能耗比欧技第三代技术降低30%-40%，实现安全环保排放标准，产品远销欧美等20多个国家和地区。在产能上，根据公司2024年年报，公司新疆基地拥有三聚氰胺产能12万吨/年。

图：三聚氰胺产业链



图：我国三聚氰胺消费结构

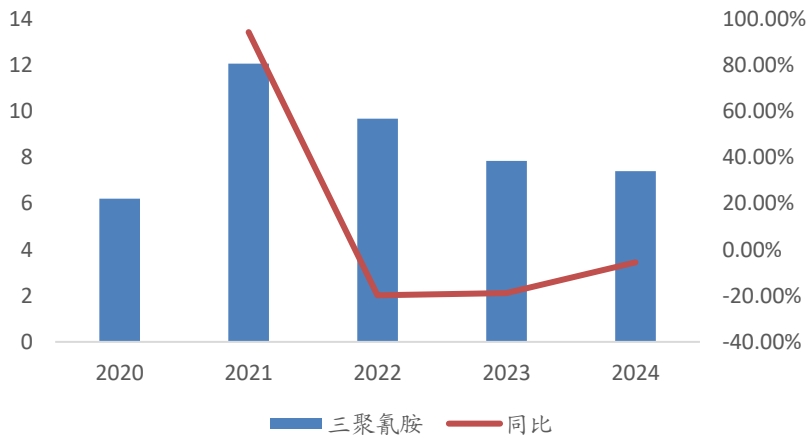




# 三聚氰胺：新建32万吨产能

2024年，公司三聚氰胺销售收入同比下降5.6%至约人民币7.4亿元。国内房地产仍在调整周期，下游板材、浸渍等行业开工率不足，需求回暖不及预期，同时，原料成本的支撑力度转弱，影响三聚氰胺的平均售价同比下降11.3%。近年来，集团加大海外业务开发力度，加强海外现有订单粘性，有效提升国际订单同比增加13%，从而带动销量提升6.4%。受三聚氰胺平均售价下滑影响，集团三聚氰胺的毛利率由2023年度的29%下降约2个百分点至2024年度的27%。在新建项目上，公司新疆心连心化学工业有限公司化工新材料项目（一期）项目建设三聚氰胺32万吨/年，预计2025年投产。

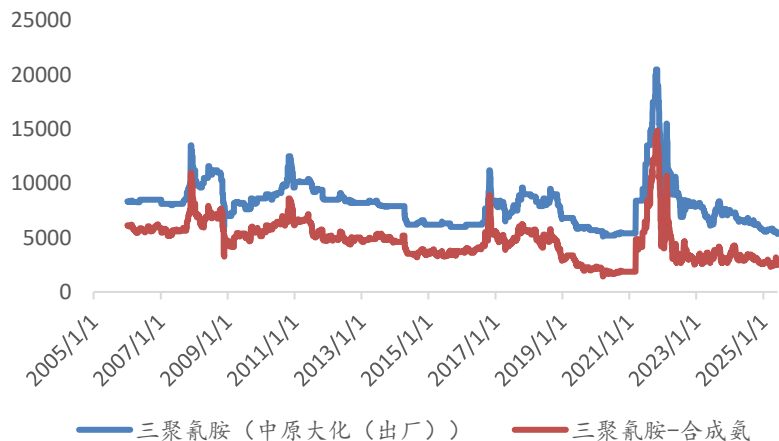
图：2020-2024年公司三聚氰胺收入（亿元）及增速（右轴）



# 三聚氰胺：供应充裕，需求疲软

根据卓创资讯，截至2025年6月27日，我国三聚氰胺（临沂市场）5200元/吨，日环比持平，年同比下降-21.6%；截至2025年6月27日，我国三聚氰胺-合成氨价差2492.28元/吨，日环比下降0.34%，年同比下降20.9%。根据百川盈孚，短时三聚氰胺市场基本面无明显变化，供应充裕、需求疲软，加之成本端偏空，市场成交氛围难以提振，中高端价格承压严重。因此，多空压制下预计三聚氰胺市场将延续低迷走势。后市需关注新消息对市场的影响。

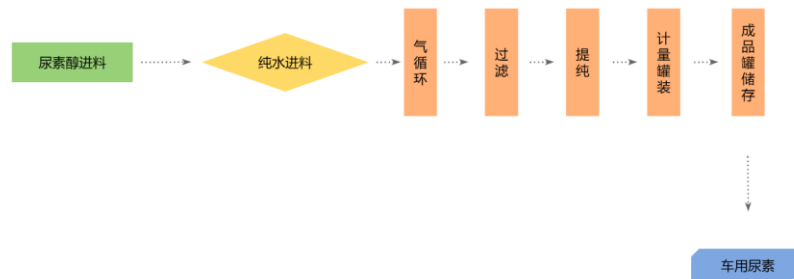
图：三聚氰胺价格价差走势图（元/吨）



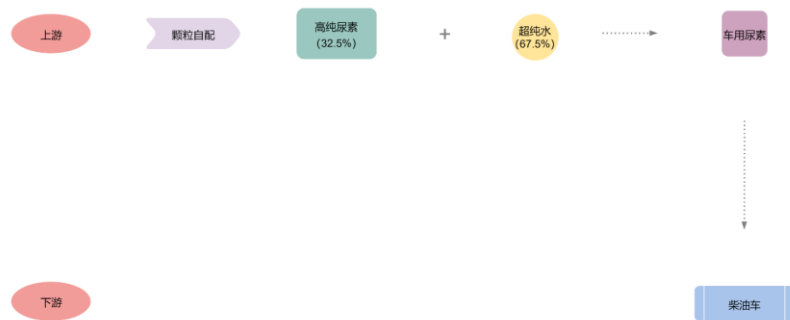
# 车用尿素溶液：公司推出优质高纯车用尿素原料

车用尿素是SCR（Selective Catalytic Reduction Technology）方案的必需添加剂。SCR方案在IV柴油车尾气排放处理系统中具有明显优势，随着柴油车国四排放标准被各城市逐步推行，车用尿素的需求或现井喷。车用尿素是重型柴油车达到国四排放标准的必备产品。车用尿素是指尿素浓度为32.5%且溶剂为超纯水的尿素水溶液，原料为车用尿素专用原料和超纯水。公司积极响应国家“蓝天计划”，推出优质高纯车用尿素专用原料，成功建成具有自主知识产权的超高纯车用尿素生产线，产品专供车用尿素溶液生产使用，无需提纯，大幅降低车用尿素溶液生产企业成本，主要产品系列有心连心海蓝、心连心天蓝和心连心梦蓝。

图：车用尿素生产工艺



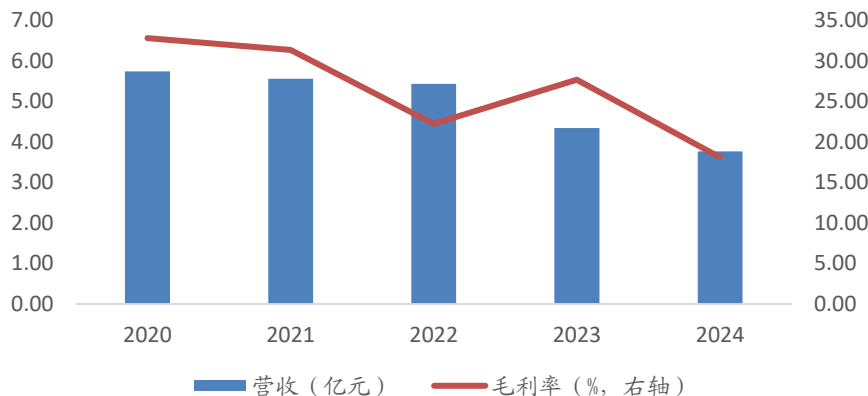
图：车用尿素产业链



## 车用尿素溶液：公司产品设计产能在行业内占25%

公司2024年实现车用尿素溶液销售收入3.77亿元，同比下降13%，这主要是由于公司车用尿素溶液的平均售价和销量分别同比减少约6%及16%。为确保产品利润最大化，公司主动放弃低利润订单，降低车用尿素溶液产量同比下降22%，影响销量下滑。公司2024年车用尿素溶液毛利率为18%，同比下降约9.6pct，主要由于原料价格下滑，车用尿素溶液生产成本降幅高于售价的降幅。根据百川盈孚，目前我国车用尿素颗粒行业设计产能831万吨，其中河南心连心化学工业集团股份有限公司有效产能160万吨、九江心连心蓝色环保科技有限公司有效产能40万吨、新疆心连心能源化工有限公司有效产能5万吨，心连心集团合计设计产能行业占比24.67%。

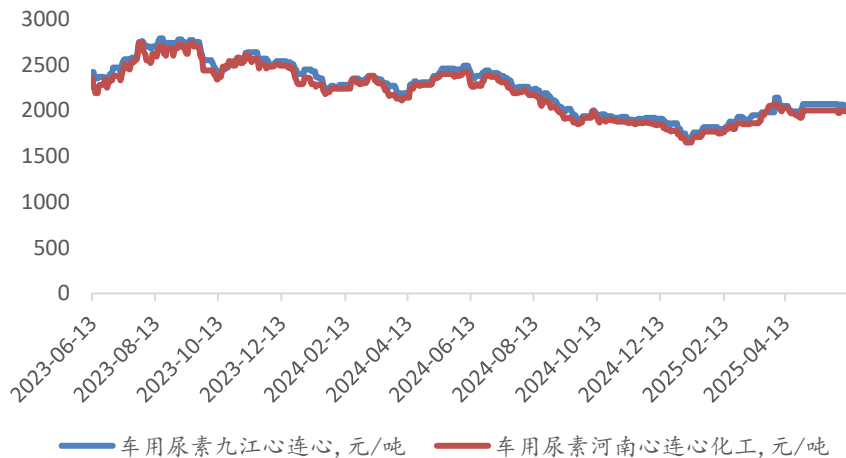
图：2020-2024年公司车用尿素溶液收入（亿元）及毛利率（%）



# 车用尿素溶液：价格大稳小动，市场看跌看涨情绪并存

根据百川盈孚，截至2025年6月30日，车用尿素（九江心连心）价格2005元/吨，较上个月下降3.1%，较年初上涨11.4%，较去年下降17.8%；车用尿素（河南心连心化工）价格1925元/吨，较上个月下降3.8%，较年初上涨10.6%，较去年下降19.1%。目前车用尿素价格大稳小动，市场看跌看涨情绪并存，看跌是由于：尿素需求较弱，市场缺乏新订单支撑，尿素期现货价格双走势下行，部分车用尿素企业报价下调；看涨是由于：个别车用尿素企业降价吸单后，企业走货情况有所好转，企业试探性回调报价。

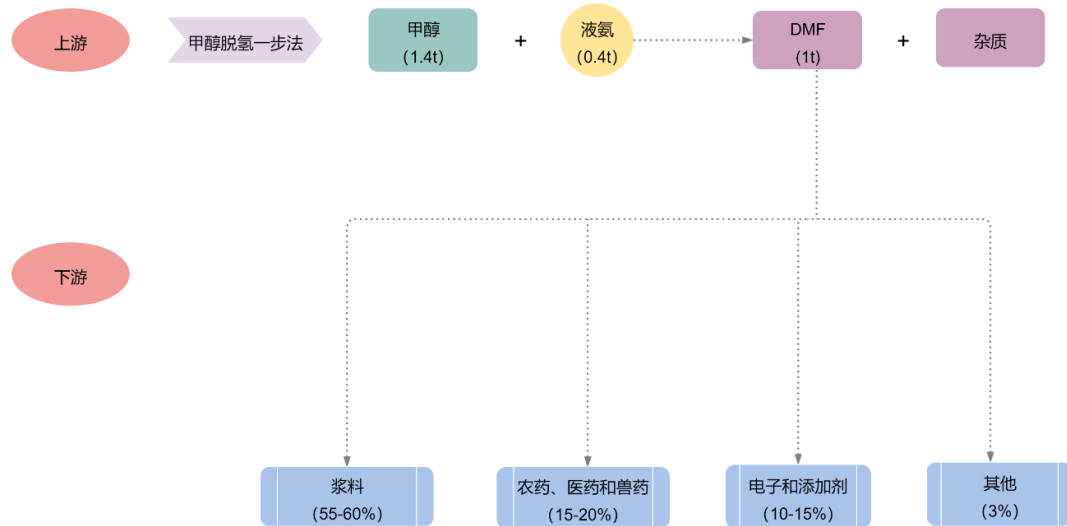
图：公司车用尿素价格走势图（元/吨）



# DMF：公司建设项目进展顺利

根据百川盈孚，DMF主要用于皮革、鞋类和纺织品的生产、储存、运输等过程的杀菌和防霉等；食品、粮食、果蔬、饲料和烟草的防霉和保鲜等；另外，有些工厂会将DMF喷洒在产品或包装上用于杀菌和防霉，然后出口到欧盟国家。在产能上，2022年8月公司江西九江一期年产10万吨DMF项目成功投产，2023年1月二期年产10万吨DMF项目成功投产；截至2024年，公司江西基地拥有20万吨DMF产能。

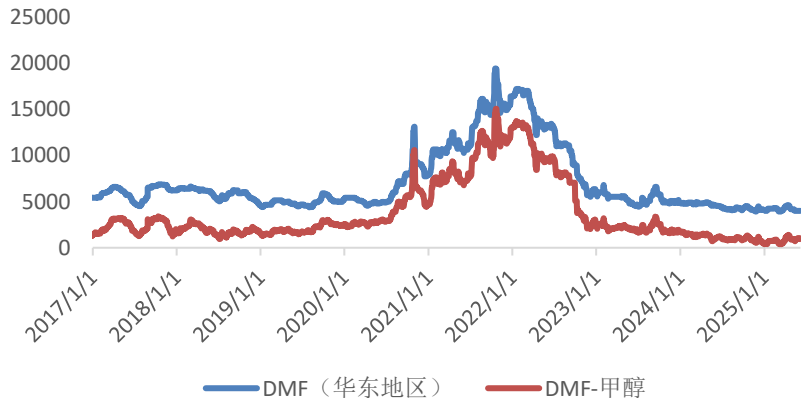
图：DMF产业链



## DMF：整体需求偏弱

根据百川盈孚，截至2025年6月30日，DMF（华东地区）价格3950元/吨，较上个月下降1.3%。较年初下降2.5%，较去年下降10.2%。华南地区DMF市场交投氛围尚可，局部仍在排队装车，企业尚在执行前期合同，业者心态稍有支撑，然下游需求表现一般，市场推涨动力不足，价格多持稳运行。

图：DMF价格价差走势图（元/吨）



# 目录

- 国内氮肥行业龙头，深耕行业数十载
- 尿素行业产能扩张，公司具备规模优势
- 复合肥产能扩张，销量不断提升
- 发展下游精细化工品，一头多尾柔性调节生产
- 分拆深冷能源独立上市，发展特种气体板块
- 盈利预测及风险提示



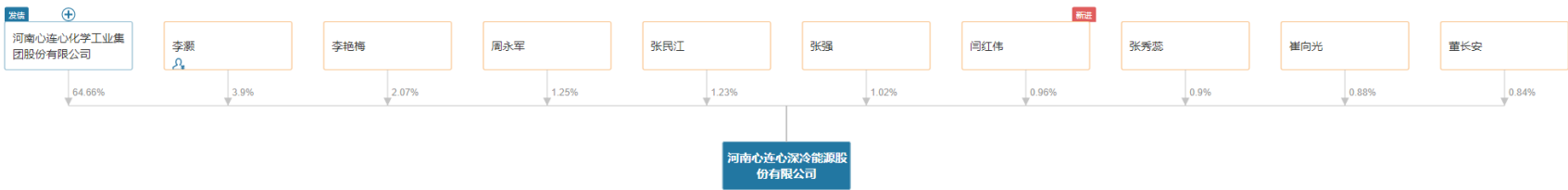
# 分拆深冷能源单独上市，发展特种气体业务

公司分拆河南心连心深冷能源股份有限公司于新三板单独上市，发展特种气体业务。深冷能源旗下拥有新疆深冷气体有限公司、江西深冷气体有限公司、河南深冷气体有限公司、赛可特气体技术（上海）有限公司四家100%全资子公司，河南金大地深冷气体有限公司51%控股子公司。在产品上，公司气体产品包括大宗气体和特种气体，其中大宗气体主要用于切割气、原料气、保护气等，特种气体主要用于化学气相沉积、离子注入、光刻胶印刷等领域。

表：深冷能源主要气体产品情况

| 产品   | 所属细分行业     | 用途                    | 下游主要应用                    | 运输与存储方式                              | 主要上游原料                  | 主要下游应用领域              | 产品价格的影响因素                  |
|------|------------|-----------------------|---------------------------|--------------------------------------|-------------------------|-----------------------|----------------------------|
| 大宗气体 | 其他基础化学原料制造 | 切割气、原料气、保护气、载体等       | 干冰、化工、油田注井驱油等几个领域         | 运输：专用危化品运输车 and 管道输送<br>存储方式：钢瓶及专用容器 | 空气、含气体组分的尾气             | 高端装备制造、食品、冶金、化工、机械制造等 | 包装物和物流成本；原材料价格波动；产品市场需求量等  |
| 特种气体 | 电子专用材料制造   | 化学气相沉积、离子注入、光刻胶印刷、扩散等 | 电子业工、医疗、环保等领域，其中电子行业约占41% | 运输：专用危化品运输车 and 管道输送<br>存储方式：钢瓶及专用容器 | 含特种气体元素的化学品及物料、含气体组分的尾气 | 集成电路、液晶面板、LED、光纤通信等   | 生产工艺的复杂性；包装物和物流成本；产品市场需求量等 |

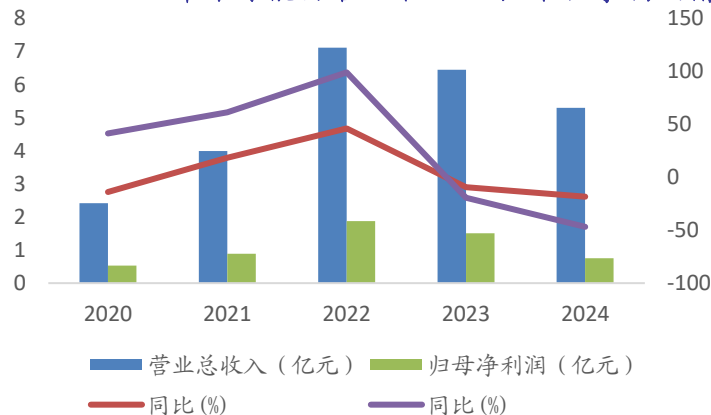
图：深冷能源股权结构图（截至2025年6月）



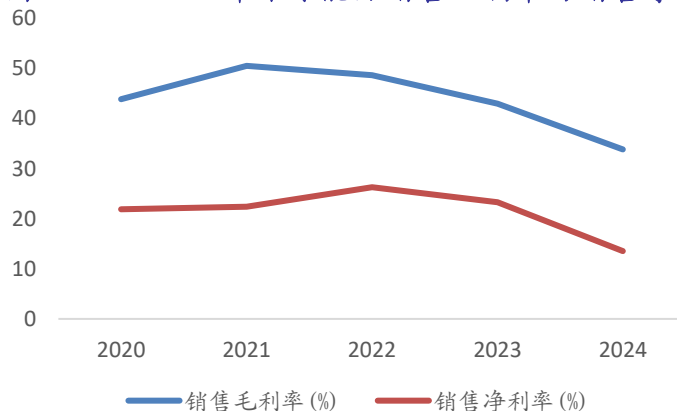
# 市场竞争加剧，利润率有所波动

深冷能源2020-2024年分别实现营业收入2.42亿元、3.99亿元、7.12亿元、6.45和5.30亿元，分别同比-13.78%、+18.38%、+46.09%、+9.37%和-18.37%；归母净利润0.43亿元、0.89亿元、1.87亿元、1.51元和0.75亿元，分别同比+41.35%、+61.33%、+99.02%、-19.22%和-46.83%。深冷能源为应对复杂多变的市场环境，积极开拓市场，但行业市场竞争加剧，导致部分产品的售价及综合毛利率均有一定程度的下降；另外，深冷能源围绕“大宗气体做规模，特种气体强研发”的发展战略，加大资本性支出，相关配套费用增加。

图：2020-2024年深冷能源营业收入及扣非后净利润情况



图：2020-2024年深冷能源销售毛利率与销售净利率 (%)



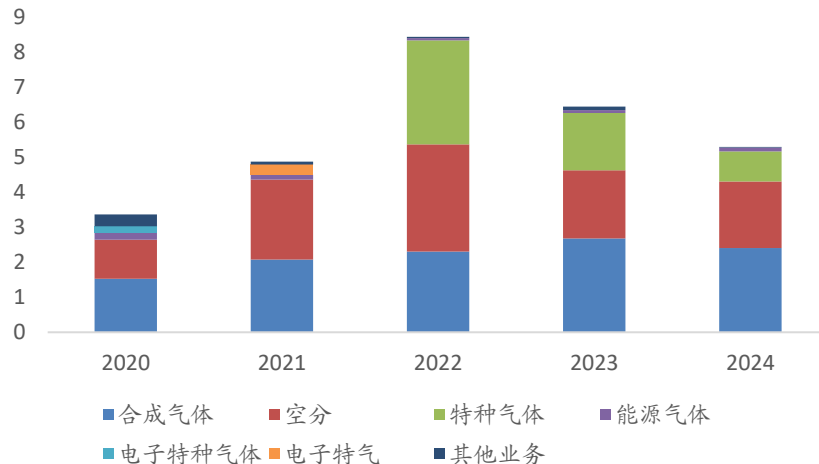
# 产品种类丰富，空分项目产能20.5万Nm<sup>3</sup>/h

受双碳政策影响，国内二氧化碳产能不断攀升，市场竞争加剧，深冷能源研发在深耕二氧化碳产品的同时，持续加大对高端电子特种气体的研发投入，助力深冷能源产品多元化布局，提升盈利能力。分板块看，深冷能源空分气体营业收入最高，2024年营业收入达到1.90亿元，同比增长33.78%；特种气体板块毛利率最高，2024年毛利率为62.43%。

表：截至2024年深冷能源主要产品产能情况

| 产能项目   | 设计产能                     |
|--------|--------------------------|
| 空分项目   | 20.5万 Nm <sup>3</sup> /h |
| 二氧化碳项目 | 148万吨/年                  |
| 氦气     | 9620方/年                  |
| 氙气     | 1420方/年                  |

图：2020-2024年深冷能源各个板块收入情况



# 目录

- 国内氮肥行业龙头，深耕行业数十载
- 尿素行业产能扩张，公司具备规模优势
- 复合肥产能扩张，销量不断提升
- 发展下游精细化工品，一头多尾柔性调节生产
- 分拆深冷能源独立上市，发展特种气体板块
- 盈利预测及风险提示

我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为11.11亿元、13.97亿元、19.17亿元。结合可比公司估值及AH股估值差异，给予公司2025年7.1倍PE，对应目标价6.18元，按照港元兑人民币0.92汇率计算，对应目标价为6.71港币，首次覆盖给予“买入”评级。

表：可比公司估值

| 公司名称 | 股票代码      | 股价    | EPS (元/股) |       |       | PB (倍) |       |       |
|------|-----------|-------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|
|      |           | (元)   | 2024      | 2025E | 2026E | 2024   | 2025E | 2026E |
| 华鲁恒升 | 600426.SH | 21.67 | 1.84      | 1.93  | 2.23  | 12     | 11    | 10    |
| 新洋丰  | 000902.SZ | 13.83 | 1.05      | 1.28  | 1.46  | 12     | 10    | 9     |
| 平均   |           |       |           |       |       | 12     | 11    | 10    |

注：股价为2025年6月30日收盘价，每股收益均为WIND一致预期

# 风险提示

- 原材料价格波动
- 下游需求不及预期
- 在建项目进度不及预期
- 宏观经济波动

# 财务报表分析和预测

| 利润表      | 2024   | 2025   | 2026   | 2027   |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入    | 23,128 | 24,261 | 27,086 | 31,196 |
| 营业成本     | 19,197 | 21,080 | 23,433 | 26,913 |
| 销售费用     | 708    | 386    | 403    | 371    |
| 管理费用     | 1,324  | 554    | 592    | 495    |
| 财务费用     | 495    | 449    | 407    | 327    |
| 营业利润     | 1,828  | 2,240  | 2,658  | 3,417  |
| 利润总额     | 2,376  | 1,791  | 2,251  | 3,090  |
| 所得税      | 363    | 269    | 338    | 463    |
| 净利润      | 2,014  | 1,522  | 1,914  | 2,626  |
| 少数股东损益   | 554    | 411    | 517    | 709    |
| 归属母公司净利润 | 1,459  | 1,111  | 1,397  | 1,917  |
| EBITDA   | 4,573  | 3,261  | 3,719  | 4,516  |
| EPS（元）   | 1.20   | 0.87   | 1.09   | 1.49   |

| 现金流量表     | 2024   | 2025   | 2026   | 2027   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流   | 3,997  | 3,139  | 3,561  | 4,238  |
| 净利润       | 1,459  | 1,111  | 1,397  | 1,917  |
| 折旧摊销      | 2,745  | 1,021  | 1,061  | 1,099  |
| 少数股东权益    | 554    | 411    | 517    | 709    |
| 营运资金变动及其他 | -761   | 595    | 587    | 513    |
| 投资活动现金流   | -4,378 | -2,005 | -2,000 | -2,000 |
| 资本支出      | -4,431 | -2,000 | -2,000 | -2,000 |
| 其他投资      | 52     | -5     | 0      | 0      |
| 筹资活动现金流   | 345    | 866    | -1,495 | -3,137 |
| 借款增加      | 1,301  | 1,587  | -1,016 | -2,736 |
| 普通股增加     | -23    | -250   | 0      | 0      |
| 已付股利      | -933   | -471   | -479   | -401   |
| 其他        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 现金净增加额    | -38    | 2,000  | 66     | -898   |

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为2025年6月30日；（2）以上各表均为简表

# 财务报表分析和预测

| 资产负债表     | 2024   | 2025   | 2026   | 2027   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产      | 6,301  | 8,592  | 9,292  | 9,368  |
| 现金        | 887    | 2,887  | 2,953  | 2,055  |
| 应收账款      | 975    | 1,205  | 1,344  | 1,547  |
| 存货        | 1,710  | 1,833  | 2,020  | 2,352  |
| 其他        | 2,729  | 2,667  | 2,975  | 3,414  |
| 非流动资产     | 26,218 | 27,202 | 28,141 | 29,042 |
| 固定资产      | 22,981 | 24,022 | 25,021 | 25,980 |
| 无形资产      | 2,058  | 1,997  | 1,937  | 1,879  |
| 租金按金      |        |        |        |        |
| 使用权资产     |        |        |        |        |
| 其他        | 1,178  | 1,183  | 1,183  | 1,183  |
| 资产总计      | 32,518 | 35,794 | 37,433 | 38,410 |
| 流动负债      | 11,368 | 12,871 | 12,296 | 10,347 |
| 短期借款      | 5,267  | 6,354  | 5,038  | 2,002  |
| 应付账款      | 2,388  | 2,635  | 2,929  | 3,364  |
| 其他        | 3,713  | 3,881  | 4,329  | 4,981  |
| 非流动负债     | 8,628  | 9,128  | 9,428  | 9,728  |
| 长期借款      | 7,716  | 8,216  | 8,516  | 8,816  |
| 租赁负债      |        |        |        |        |
| 其他        | 912    | 912    | 912    | 912    |
| 负债合计      | 19,996 | 21,999 | 21,724 | 20,076 |
| 少数股东权益    | 3,561  | 3,972  | 4,488  | 5,197  |
| 股本        | 1,533  | 1,283  | 1,283  | 1,283  |
| 留存收益和资本公积 | 7,428  | 8,540  | 9,937  | 11,854 |
| 归属母公司股东权益 | 8,961  | 9,823  | 11,220 | 13,137 |
| 负债和股东权益   | 32,518 | 35,794 | 37,433 | 38,410 |

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为2025年6月30日；（2）以上各表均为简表



# APPENDIX 1

## Summary

- 1. Domestic nitrogen fertiliser industry leader, the first in the country in terms of urea production.**
- 2. The company has cost advantages and actively reduces costs and increases efficiency.**
- 3. Developing medium and high-end compound fertilisers in response to the national policy of reducing and replacing chemical fertilisers.**
- 4. Extend to the downstream of the industrial chain and develop a variety of fine chemicals.**
- 5. Strengthen scientific and technological research and development, and implement differentiated development strategy**
- 6. Attach importance to agrochemical services and building an integrated service platform of "research, production, supply and marketing".**

## 重要信息披露

本研究报告由环球富盛理财有限公司分销。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Global Prosperity Financial Company Limited.

### 分析师认证Analyst Certification:

我，庄怀超，在此保证（i）本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且（ii）我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Zhuang Huaichao, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

## 评级定义（从2025年6月18日开始执行）：

环球富盛理财有限公司（以下简称“GPF”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读GPF的评级定义。并且GPF发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

## 分析师股票评级

**买入**，未来12-18个月内预期相对基准指数涨幅在10%以上，基准定义如下

**中性**，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

**卖出**，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

**各地股票基准指数：**日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

## Ratings Definitions (from 18 June 2025):

Global Prosperity Financial uses a relative rating system using Buy, Neutral, or Sell for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Global Prosperity Financial. In addition, since Global Prosperity Financial contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Global Prosperity Financial Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

## Analyst Stock Ratings

**Buy:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Sell:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows:** Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

**重要免责声明：**本报告由环球富盛理财有限公司（“GPF”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。

**香港投资者的通知事项：**环球富盛理财有限公司（“GPF”）负责分发该研究报告，GPF是在香港有权实施第1类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第571章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给SFO所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系GPF销售人员。

环球富盛理财有限公司

地址：香港上环德辅道中308号23楼2301室

联系人电话：(852) 9748 7114

联系人电邮：charles.zhuang@gpf.com.hk