

2025年10月28日

中国心连心化肥(1866.HK)

## 新项目投运，成本进一步降低

2025年前三季度中国心连心化肥的收入达到179.6亿，同比增长3.1%，调整后归母净利润8.4亿，同比下降12.8%。业绩符合预期。我们认为新项目陆续投运后将有效降低生产成本，业绩进入爆发期。提升目标价至10.0港元，为26年的7.2倍预测市盈率，距离现价有36%上涨空间，买入评级。

### 报告摘要

**前三季度业绩符合预期。**2025年前三季度中国心连心化肥的收入达到179.6亿，同比增长3.1%，调整后归母净利润8.4亿，同比下降12.8%。业绩下滑主要因为尿素价格下降，以及在三季度心连心的九江、新乡、玛纳斯三大基地进行系统性检修，核心产品产能释放受限，叠加检修推高生产成本。尿素、液氨、DMF等产品减产共约26.9万吨，同比下降约19%，影响利润约为2.3亿。

**前三季度尿素价格下降。**前三季度中国心连心的尿素平均售价为1703元/吨，同比下降16%，销量266.8万吨，同比下降4%，毛利率达到22%，同比下降7个百分点。复合肥价格2584元/吨，同比下降4%，销量194.4万吨，同比增长12%，毛利率达到15%，同比下降2个百分点。甲醇价格2147元/吨，同比下降2%，销量118.0万吨，同比增长37%，毛利率达到7%，基本持平。三聚氰胺价格5367元/吨，同比下降8%，销量10.2万吨，同比增长5%，毛利率达到32%，同比上升2个百分点。DMF价格3565元/吨，同比下降6%，销量22.4万吨，同比下降3%，毛利率达到17%，同比上升7个百分点。

**新项目投运，成本进一步下降。**25年三季度九江基地二期顺利投运，项目采用更高效、更环保、更节能的工艺技术，在尿素满负荷生产的情况下，综合生产成本降低10%。在25年底，新乡基地的化工新材料项目完成后，将进一步扩大尿素产能规模，助力尿素生产成本有效降低约12%。我们认为随着低成本产能的逐步释放，心连心盈利能力会大幅提升。

**投资建议。**我们认为新项目陆续投运后将有效降低生产成本，业绩进入爆发期。提升目标价至10.0港元，为26年的7.2倍预测市盈率，距离现价有36%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  | 25,441  | 28,748  | 33,348  |
| 增长率(%)            | 1.7%    | -1.5%   | 10.0%   | 13.0%   | 16.0%   |
| 净利润               | 1,187   | 1,459   | 1,094   | 1,589   | 2,466   |
| 增长率(%)            | -10.5%  | 23.0%   | -25.0%  | 45.2%   | 55.2%   |
| 毛利率(%)            | 17.8%   | 17.0%   | 16.3%   | 17.8%   | 19.7%   |
| 净利润率(%)           | 5.1%    | 6.3%    | 4.3%    | 5.5%    | 7.4%    |
| ROE,平均(%)         | 16.3%   | 17.5%   | 11.7%   | 15.2%   | 20.4%   |
| 每股盈利(元)           | 0.97    | 1.20    | 0.89    | 1.29    | 2.00    |
| 每股净资产(元)          | 6.28    | 7.37    | 7.93    | 8.98    | 10.66   |
| 市盈率(x)            | 7.1     | 5.7     | 7.7     | 5.3     | 3.4     |
| 市净率(x)            | 1.1     | 0.9     | 0.9     | 0.8     | 0.6     |
| 股息收益率(%)          | 3.5%    | 3.8%    | 3.5%    | 4.7%    | 7.3%    |

数据来源：公司资料，国证国际预测

## 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

10.0港元

股价2025-10-27

7.35港元

|             |         |
|-------------|---------|
| 总市值(亿港元)    | 94.32   |
| 流通市值(亿港元)   | 94.32   |
| 总股本(亿股)     | 12.83   |
| 流通股本(亿股)    | 12.83   |
| 12个月低/高(港元) | 3.7/8.3 |
| 平均成交(百万港元)  | 23.64   |

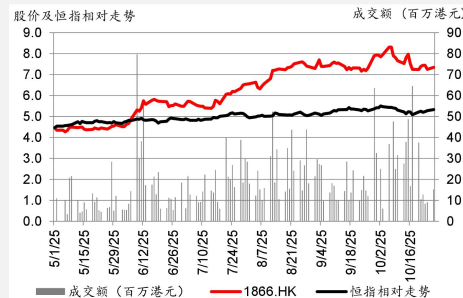
### 股东结构

|     |       |
|-----|-------|
| 刘兴旭 | 34.1% |
| 其他  | 65.9% |

总共

100.0%

### 股价表现



| %    | 一个月   | 三个月   | 十二个月  |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | -0.48 | 12.34 | 61.36 |
| 绝对收益 | 0.68  | 15.75 | 89.74 |

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          |           |           |           |           |           | 财务分析         |       |       |       |       |       |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 人民币百万元       | 23年       | 24年       | 25年       | 26年       | 27年       | 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        | 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  | 25,441.1  | 28,748.5  | 33,348.2  | 盈利能力         |       |       |       |       |       |
| 毛利           | 4,187.0   | 3,931.1   | 4,146.9   | 5,117.2   | 6,569.6   | 毛利率(%)       | 17.8% | 17.0% | 16.3% | 17.8% | 19.7% |
| 其他收入         | 298.9     | 1,061.2   | 328.8     | 279.5     | 293.5     | 净利率(%)       | 5.1%  | 6.3%  | 4.3%  | 5.5%  | 7.4%  |
| 销售及管理费用      | (1,917.4) | (2,031.3) | (2,213.4) | (2,357.4) | (2,567.8) | ROE(%)       | 16.3% | 17.5% | 11.7% | 15.2% | 20.4% |
| 其他开支         | (48.8)    | (89.4)    | (88.3)    | (99.8)    | (101.4)   |              |       |       |       |       |       |
| 营业利润         | 2,519.7   | 2,871.5   | 2,174.1   | 2,939.6   | 4,193.9   | 营运表现         |       |       |       |       |       |
|              |           |           |           |           |           | SG&A/收入(%)   | 8.2%  | 8.8%  | 8.7%  | 8.2%  | 7.7%  |
| 财务费用         | (580.0)   | (495.0)   | (540.0)   | (575.3)   | (523.7)   | 实际税率(%)      | 15.6% | 15.3% | 16.3% | 16.0% | 16.0% |
| 税前盈利         | 1,939.7   | 2,376.4   | 1,634.1   | 2,364.3   | 3,670.2   | 库存周转         | 30.2  | 32.5  | 32.2  | 32.8  | 33.6  |
| 所得税          | (302.5)   | (362.8)   | (266.4)   | (378.3)   | (587.2)   | 应付账款天数       | 26.3  | 30.1  | 31.2  | 33.7  | 34.2  |
| 少数股东应占利润     | 450.4     | 554.2     | 273.5     | 397.2     | 616.6     | 应收账款天数       | 17.7  | 15.4  | 18.5  | 18.3  | 18.3  |
| 归母净利润        | 1,186.9   | 1,459.4   | 1,094.2   | 1,588.8   | 2,466.4   | 财务状况         |       |       |       |       |       |
| 增长           |           |           |           |           |           | 净负债/股本       | 2.4   | 2.2   | 2.4   | 2.3   | 1.9   |
| 总收入(%)       | 1.7%      | -1.5%     | 10.0%     | 13.0%     | 16.0%     | 收入/总资产       | 0.81  | 0.71  | 0.68  | 0.70  | 0.78  |
| 每股收益(%)      | -11.6%    | 23.8%     | -26.0%    | 45.2%     | 55.2%     | 总资产/股本       | 3.79  | 3.63  | 3.81  | 3.70  | 3.27  |

| 资产负债表        |           |           |           |           |           | 现金流量表        |           |           |           |           |           |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 人民币百万元       | 23年       | 24年       | 25年       | 26年       | 27年       | 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        | 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     | 952.3     | 1,271.4   | 1,408.1   | 经营活动         |           |           |           |           |           |
| 应收账款         | 1,138.1   | 974.7     | 1,286.6   | 1,439.3   | 1,669.6   | 营运资金变动前      | 4,068.7   | 3,884.4   | 3,515.7   | 4,623.1   | 6,152.3   |
| 存货           | 1,596.7   | 1,710.3   | 1,881.4   | 2,125.9   | 2,466.1   | 营运资金变化       | 1689.8    | (171.8)   | 1475.5    | 579.5     | 532.4     |
| 其他流动资产       | 1,686.1   | 2,728.5   | 1,574.3   | 1,394.7   | 1,229.7   | 所得税          | (302.5)   | (362.8)   | (266.4)   | (378.3)   | (587.2)   |
| 总流动资产        | 5,583.4   | 6,300.7   | 5,694.5   | 6,231.3   | 6,773.4   | 其他           | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 固定资产         | 20,236.1  | 22,981.1  | 28,636.9  | 31,989.1  | 33,389.9  | 营运现金流        | 5456.0    | 3349.8    | 4724.8    | 4824.3    | 6097.5    |
| 矿权           | 232.4     | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 投资活动         |           |           |           |           |           |
| 其他固定资产       | 3,081.6   | 3,236.5   | 2,884.3   | 2,759.7   | 2,752.7   | 资本开支         | (3,622.5) | (5,028.6) | (6,554.5) | (5,379.3) | (3,793.5) |
| 总资产          | 29,133.5  | 32,518.2  | 37,215.7  | 40,980.1  | 42,916.0  | 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) | (5,325.1) | (3,744.8) |
| 应付账款         | 1,388.6   | 1,581.5   | 1,818.7   | 2,182.4   | 2,509.8   | 融资活动         |           |           |           |           |           |
| 短期银行贷款       | 4,468.6   | 5,267.2   | 4,424.5   | 4,114.8   | 3,703.3   | 负债变化         | (1634.9)  | 1191.6    | 2213.5    | 1113.8    | (1820.6)  |
| 其他短期负债       | 4,586.3   | 4,519.3   | 5,186.4   | 5,718.1   | 6,389.5   | 股本变化         | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 总短期负债        | 10,443.6  | 11,368.0  | 11,429.6  | 12,015.3  | 12,602.6  | 其他融资活动       | (523.0)   | (525.8)   | (378.9)   | (293.9)   | (395.4)   |
| 长期银行贷款       | 7,164.5   | 7,588.1   | 11,002.7  | 12,323.1  | 10,844.3  | 融资活动现金流      | (2157.9)  | 665.8     | 1834.6    | 819.9     | (2216.0)  |
| 其他负债         | 1,014.4   | 1,040.4   | 1,175.5   | 1,343.3   | 1,484.9   |              |           |           |           |           |           |
| 总负债          | 18,622.5  | 19,996.5  | 23,607.8  | 25,681.7  | 24,931.9  | 现金变化         | (307.2)   | (275.3)   | 65.1      | 319.1     | 136.7     |
| 少数股东权益       | 2,823.4   | 3,560.6   | 3,834.2   | 4,231.4   | 4,848.0   | 期初持有现金       | 1,469.8   | 1,162.6   | 887.2     | 952.3     | 1,271.4   |
| 股东权益         | 7,687.6   | 8,961.2   | 9,773.7   | 11,067.0  | 13,136.2  | 期末持有现金       | 1,162.6   | 887.2     | 952.3     | 1,271.4   | 1,408.1   |
| 每股账面值(元)     | 6.28      | 7.37      | 7.93      | 8.98      | 10.66     |              |           |           |           |           |           |
| 营运资金         | (4,860.2) | (5,067.2) | (5,735.1) | (5,784.0) | (5,829.2) |              |           |           |           |           |           |

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

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规则的解析),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