

中国心连心化肥

持续成长的煤化工龙头



贾雄伟 分析员

化工

SAC 执证编号: S0080518090004

SFC CE Ref: BRF843

xiongwei.jia@cicc.com.cn



侯一林 分析员

化工

SAC 执证编号: S0080523120003

SFC CE Ref: BSX541

yilin.hou@cicc.com.cn



裘孝锋 分析员

石油燃气化工

SAC 执证编号: S0080521010004

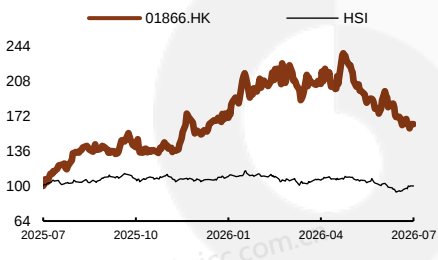
SFC CE Ref: BRE717

xiaofeng.qiu@cicc.com.cn

首次覆盖跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
01866.HK	* 跑赢行业	港币 10.57

股票代码	01866.HK
最新收盘价	港币 8.35
52 周最高价/最低价	港币 12.43~5.13
总市值(亿)	港币 107.2
纵轴: 相对股价 (%)	



(人民币 百万)	2024A	2025A	2026E	2027E
营业收入	23,128	25,352	30,469	35,470
增速	-1.5%	9.6%	20.2%	16.4%
归属母公司净利润	1,459	932	1,603	1,810
增速	23.0%	-36.1%	72.0%	12.9%
扣非后净利润	1,459	932	1,603	1,810
增速	23.0%	-36.1%	72.0%	12.9%
每股净利润	1.14	0.73	1.25	1.41
每股净资产	6.98	7.59	8.52	9.61
每股股利	0.26	0.32	0.32	0.40
每股经营现金流	2.61	2.63	3.16	3.94
市盈率	6.9	10.3	5.8	5.0
市净率	1.1	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.9	7.3	5.8	5.3
股息收益率	3.3%	4.3%	4.4%	5.7%
平均总资产收益率	4.7%	2.6%	4.0%	4.1%
平均净资产收益率	17.5%	10.0%	15.5%	15.6%

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

首次覆盖

投资亮点

首次覆盖中国心连心化肥(01866)给予跑赢行业评级, 目标价 10.57 港元, 对应 2026 年 7.3 倍市盈率, 公司为国内煤化工龙头企业。理由如下:

- 国内领先的煤化工龙头, 尿素产能扩张驱动成长。公司是国内尿素单体规模最大、复合肥规模行业前五的煤化工一体化龙头企业。2025 年公司尿素/复合肥产能分别为 505/448 万吨, 销量占国内总产量的 5.4%/5.2%, 随着河南、新疆准东、江西基地扩产完成, 我们预计 2027 年尿素/复合肥产能将增长至 805/598 万吨, 较 2025 年增长 59%/33%。
- 规模效应持续凸显, 成本优势构筑护城河。公司采用行业先进的水煤浆技术, 2025 年尿素平均生产成本低于行业约 10%, 具备较强成本优势。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, 成本优势有望巩固和提升。
- 重视股东回报, 分红派息有望提升。公司上市以来坚持注重股东回报, 2021-2025 年累计分红 15.6 亿元, 2025 年公司分红率达 44%, 对应 7 月 13 日股息收益率达 4.3%。我们认为, 伴随公司盈利持续增长以及 2027 年资本开支高峰结束, 公司现金流有望更为充裕, 股东回报有望进一步得到保障。

我们与市场的最大不同? 市场担心国内尿素供大于求, 我们认为目前尿素盈利处于周期低位, 价格下行空间有限, 且公司具备领先行业的成本优势, 产能扩张有望驱动公司业绩增长。

潜在催化剂: 新产能投产驱动业绩增长, 入港股通后流动性改善。

盈利预测与估值

我们预计公司 2026/27 年 EPS 分别为 1.25/1.41 元, 2025-2027 年 CAGR 为 39%。目前公司股价对应 2026/27 年 5.8x/5.0x 市盈率, 可比公司 2026 年平均 P/E 为 10.2 倍, 考虑港股流动性折价我们给予公司 2026 年 7.3 倍 P/E, 首次覆盖给予“跑赢行业”评级, 目标价 10.57 港元对应 26.6%上行空间。

风险

新产能进展不及预期, 煤炭价格上涨, 产能消化不及预期。



财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	23,128	25,352	30,469	35,470	营业收入	-1.5%	9.6%	20.2%	16.4%
营业成本	-19,197	-21,544	-25,086	-29,317	营业利润	13.9%	-28.2%	58.2%	11.0%
销售费用	-708	-744	-894	-1,041	EBITDA	7.3%	-9.7%	37.7%	10.4%
管理费用	-1,324	-1,363	-1,639	-1,908	净利润	23.0%	-36.1%	72.0%	12.9%
其他	-91	-52	0	0	扣非后净利润	23.0%	-36.1%	72.0%	12.9%
营业利润	2,870	2,059	3,257	3,614	盈利能力				
财务费用	-495	-480	-556	-584	毛利率	17.0%	15.0%	17.7%	17.3%
其他利润	0	0	0	0	营业利润率	12.4%	8.1%	10.7%	10.2%
利润总额	2,376	1,583	2,704	3,033	EBITDA 利润率	18.3%	15.1%	17.3%	16.4%
所得税	-363	-280	-479	-537	净利润率	6.3%	3.7%	5.3%	5.1%
少数股东损益	-554	-371	-623	-686	扣非后净利润率	6.3%	3.7%	5.3%	5.1%
归属母公司净利润	1,459	932	1,603	1,810	偿债能力				
EBITDA	4,239	3,827	5,272	5,822	流动比率	0.55	0.62	0.59	0.67
扣非后净利润	1,459	932	1,603	1,810	速动比率	0.40	0.44	0.40	0.49
资产负债表					现金比率	0.08	0.11	0.05	0.13
货币资金	887	1,199	586	1,677	资产负债率	61.5%	66.0%	64.4%	63.0%
应收账款及票据	1,027	1,123	1,292	1,504	净债务资本比率	96.2%	116.5%	113.8%	97.1%
存货	1,710	1,958	2,136	2,496	回报率分析				
其他流动资产	2,676	2,532	2,883	3,298	总资产收益率	4.7%	2.6%	4.0%	4.1%
流动资产合计	6,301	6,813	6,897	8,975	净资产收益率	17.5%	10.0%	15.5%	15.6%
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	1.25	1.41
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	8.52	9.61
资产合计	32,518	38,760	42,192	46,225	每股股利(元)	0.26	0.32	0.32	0.40
短期借款	5,267	3,301	3,601	3,801	每股经营现金流(元)	2.61	2.63	3.16	3.94
应付账款	3,616	4,589	4,890	5,707	估值分析				
其他流动负债	2,485	3,077	3,288	3,813	市盈率	6.9	10.3	5.8	5.0
流动负债合计	11,368	10,968	11,779	13,321	市净率	1.1	1.0	0.8	0.7
长期借款	7,668	13,266	14,070	14,475	EV/EBITDA	5.9	7.3	5.8	5.3
其他非流动负债	961	1,330	1,330	1,330	股息收益率	3.3%	4.3%	4.4%	5.7%
非流动负债合计	8,628	14,596	15,401	15,806					
负债合计	19,996	25,564	27,180	29,127					
股本	1,533	1,533	1,533	1,533					
未分配利润	7,428	8,212	9,406	10,805					
归母所有者权益	8,961	9,745	10,938	12,338					
少数股东权益	3,561	3,452	4,074	4,760					
负债及股东权益合计	32,518	38,760	42,192	46,225					
现金流量表									
税前利润	1,459	932	1,603	1,810					
折旧和摊销	1,716	1,905	2,015	2,208					
营运资本变动	-859	941	-187	355					
其他	1,033	-401	623	686					
经营活动现金流	3,350	3,377	4,053	5,059					
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	-406					
筹资活动现金流	666	2,350	696	194					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-275	312	-614	1,091					

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。



目录

中国心连心化肥：肥化协同的优秀煤化工龙头公司	5
煤化工产业链纵向布局，扩产稳步推进	5
员工持股平台绑定利益，分红提高股东回报	8
尿素：目前盈利处于低位，供需格局有望逐步优化	10
供给：能耗及尿素指标政策约束未来产能扩张	10
需求：国内尿素需求稳步增长	13
国内尿素盈利处于历史低位，国内外尿素仍存较大价差	15
心连心尿素产能持续扩张，成本优势有望继续提升	16
复合肥：吨毛利相对稳定，新型肥料盈利能力凸显	19
供给：行业竞争格局分散，龙头公司市占率进一步提升	19
需求：复合肥施用率持续提升	21
吨毛利相对稳定，新型肥料提升盈利能力	22
心连心复合肥产能扩张推进，开展营销转型布局新型肥料	22
化工品：煤化工产业链延伸，一头多尾布局	24
三聚氰胺：建材领域重要原料，出口规模增长	24
甲醇：美伊冲突导致国内甲醇价格上涨	25
首次覆盖，给予“跑赢行业”评级	27
盈利预测	27
投资建议	29
风险提示	30

图表

图表 1：公司历史沿革	5
图表 2：公司煤化工产品谱系	6
图表 3：扩产稳步推进，2027 年公司尿素/复合肥产能有望达到约 805/598 万吨	6
图表 4：2020-2025 年公司营收 CAGR 达 19%	7
图表 5：2025 年公司营业收入结构	7
图表 6：2020-2025 年公司毛利 CAGR 达 11%	7
图表 7：2025 年公司毛利结构	7
图表 8：2020-2025 年心连心尿素营业收入 CAGR 达 15%	8
图表 9：2020-2025 年心连心复合肥营业收入 CAGR 达 17%	8
图表 10：公司股权结构	8
图表 11：2021-2025 年公司分红政策	9
图表 12：2020-2025 年全球尿素产量 CAGR 约 2%	10
图表 13：2024 年东亚占全球尿素产量的 40%	10
图表 14：2020-2025 年尿素产能/产量 CAGR 为 2%/5%	10
图表 15：国内尿素产能中粉煤气化/水煤浆气化产能占比分别为 24%/34%	11



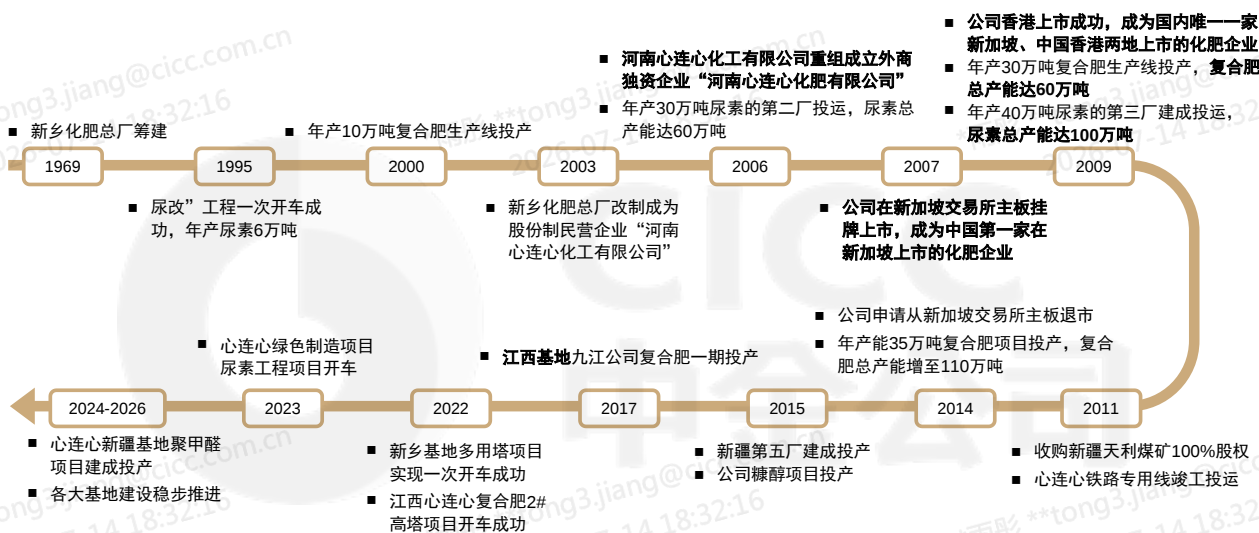
图表 16: 2026 年华北尿素产能占比 26%	11
图表 17: 2025 年国内主要上市公司尿素产能	11
图表 18: 2026 国内尿素产能预计 YoY +6%.....	12
图表 19: 2026 年国内尿素拟新投产产能 482 万吨.....	12
图表 20: 政策明确淘汰尿素落后产能, 2030 年底实现合成氨绿色发展阶段性目标.....	13
图表 21: 2020-2026 年国内尿素供需平衡表.....	13
图表 22: 2020-2025 年国内尿素农业需求 CAGR 约 5%.....	14
图表 23: 2020-2025 年国内三聚氰胺产量 CAGR 约 3.4%.....	14
图表 24: 2025 中国尿素出口量恢复至 489 万吨.....	15
图表 25: 2025 年中国尿素出口流向	15
图表 26: 2026 年 6 月尿素-煤价价差达到 2014 年以来的 8%分位	15
图表 27: 2026 年 6 月中国尿素 FOB-山东地区尿素主流价价差达到 2013 年以来的 87%分位	16
图表 28: 公司尿素平均生产成本低于行业 10%.....	17
图表 29: 公司尿素单位成本持续优化.....	17
图表 30: 心连心高效尿素产品丰富	17
图表 31: 心连心尿素毛利率处于业内较高水平	18
图表 32: 复合肥连接单质肥供给和终端消费	19
图表 33: 国内复合肥产量相对平稳	20
图表 34: 复合肥行业开工率季节性波动	20
图表 35: 2026 年国内复合肥产能分布	20
图表 36: 2025 国内复合肥产能 CR10 为 27%	20
图表 37: 复合肥上市公司开工率高于行业均值	21
图表 38: 2021-2025 大型企业复合肥销量增长	21
图表 39: 2020-2024 国内复合肥折纯施用量 CAGR 约 2.4%	21
图表 40: 2020-2024 国内复合肥施用率提升	21
图表 41: 复合肥企业吨毛利水平较为稳定.....	22
图表 42: 新型复合肥盈利能力较强	22
图表 43: 心连心复合肥涵盖近百种配方, 适用于不同作物需求.....	23
图表 44: 心连心化工品营业收入.....	24
图表 45: 心连心化工品毛利润	24
图表 46: 三聚氰胺下游应用集中于建材领域	25
图表 47: 三聚氰胺产量及出口规模增长	25
图表 48: 烯烃占甲醇下游应用的 62%.....	26
图表 49: 2025 年甲醇进口依存度 14%	26
图表 50: 2026 年 6 月国内甲醇价格处于 2014 年以来的 94%分位	26
图表 51: 中国心连心盈利预测核心假设	27
图表 52: 中国心连心盈利预测与财务指标.....	28
图表 53: 可比公司估值表	29
图表 54: 历史 P/E	29
图表 55: 历史 P/B	29

中国心连心化肥：肥化协同的优秀煤化工龙头公司

煤化工产业链纵向布局，扩产稳步推进

公司持续深耕尿素-复合肥产业链。心连心前身为河南新乡化肥总厂，专注于煤化工产业链，生产合成氨及尿素。2003 年化肥总厂改制为股份制民营企业，河南心连心化工有限公司成立，2006 年公司重组成立为外商独资企业。2007/2009 年中国心连心化肥在新加坡/中国香港交易所上市，2014 年新加坡主板退市。目前公司是国内主要的大型煤化工集团之一，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。

图表 1：公司历史沿革

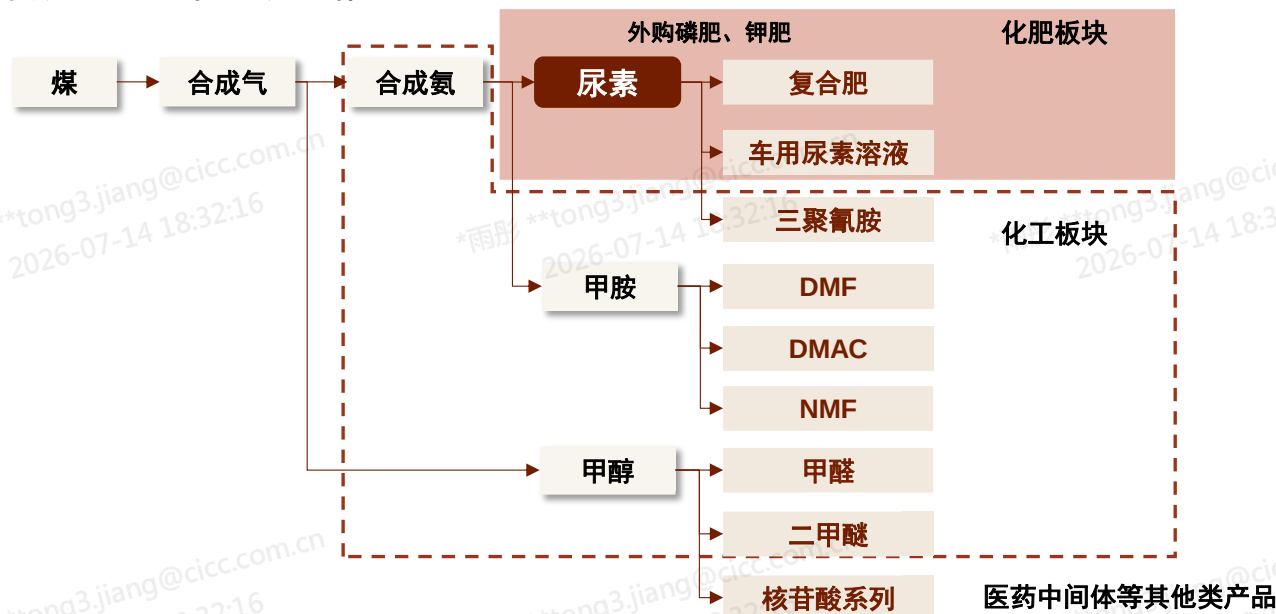


资料来源：心连心官网，中金公司研究部

公司以煤化工为核心纵向布局产业链。公司以煤炭为原料，依托水煤浆煤气化技术生产合成气，以合成氨和甲醇为关键中间产品，布局化肥、化工两大板块，2025 年营业收入分别为 144/96 亿元，占比分别为 57%/38%。化肥板块产品包括尿素、复合肥、车用尿素溶液；化工板块产品包括三聚氰胺、甲胺及下游 DMF、DMAC 等产品，甲醇及下游甲醛、二甲醚等产品。



图表 2：公司煤化工产品谱系



资料来源：心连心公告，中金公司研究部

国内尿素单体规模最大，尿素及复合肥产能持续扩张。公司现有河南新乡、新疆玛纳斯、江西九江三大尿素生产基地以及甘肃、东北复合肥生产小基地。根据公司公告，公司是国内尿素单体生产规模最大、复合肥规模业内前五的企业。截至2025年公司尿素产能505万吨，行业内产能市占率约6.3%；2025年公司复合肥销量273万吨，占国内复合肥总产量的5.2%。当前公司尿素三大基地扩产稳步推进，公司预计：河南新乡基地化工新材料项目2026年投产，新疆准东项目2026年底投产，广西基地3Q27投产。伴随着公司新产能持续投产，我们预计2027年公司尿素/复合肥产能有望提升至805/598万吨。

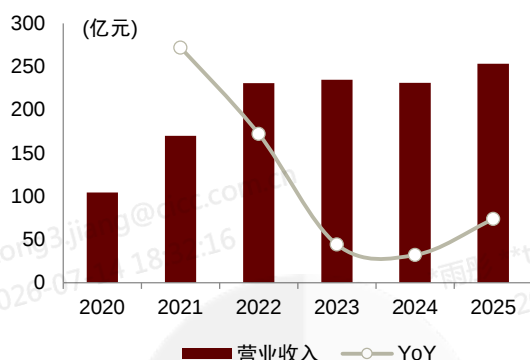
图表 3：扩产稳步推进，2027 年公司尿素/复合肥产能有望达到约 805/598 万吨

（万吨）					（万吨）				
2024	2025	2026	2027	新增产能建设进展	2024	2025	2026	2027	新增产能建设进展
尿素					DMF				
河南	390	505	610	805	江西	20	20	20	20
新疆玛纳斯	260	260	365	365	预计2026年投产	甲醇	108	120	120
新疆准东	50	50	50	50	河南	33	35	35	35
江西	0	0	0	95	预计2026年年底投产	江西	60	70	70
广西	80	195	195	195	新疆玛纳斯	15	15	15	15
	0	0	0	100	预计2027年三季度投产				
复合肥					三聚氰胺				
河南	445	448	448	598	新疆玛纳斯	12	12	12	28
新疆玛纳斯	210	210	210	210	新疆准东	12	12	12	12
新疆准东	75	75	75	75	预计2026年年底一期投产	聚甲醛	0	0	0
江西	0	0	0	50	预计2026年年底投产	二甲醚	6	6	6
广西	62	65	65	65	新疆玛纳斯	6	6	6	6
甘肃	30	30	30	130	预计2027年三季度投产	河南	30	30	30
东北	18	18	18	18	江西	10	10	10	10
	50	50	50	50	河南	20	20	20	20
车用尿素溶液					糠醇				
新疆玛纳斯	150	150	150	150	河南	6	6	6	6
河南	10	10	10	10	双氧水	6	6	6	6
江西	100	100	100	100	河南	20	20	20	20
	40	40	40	40		20	20	20	20

资料来源：中国心连心公告，中金公司研究部

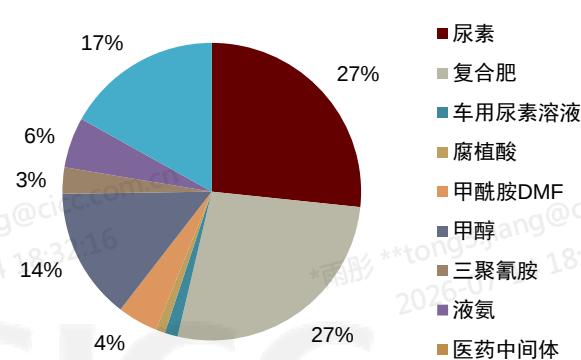
2020-2025 年公司营业收入/毛利 CAGR 为 19%/11%。2020 年以来公司尿素及复合肥业务规模持续增长，2025 年销量分别达 391/273 万吨，2020-2025 年公司销量 CAGR 分别达 15%/17%。伴随公司产能释放，肥化协同能力及一体化生产优势逐步凸显，公司营收和毛利稳步增长。2025 年公司营业收入/毛利分别达 254/38 亿元，2020-25 年营收和毛利 CAGR 分别达 19%/11%。尿素及复合肥为公司核心主业，2025 年营业收入分别为 68.3/69.2 亿元，占比 27%/27%，毛利分别为 14.1/8.4 亿元，占比 37%/22%。

图表 4：2020-2025 年公司营收 CAGR 达 19%



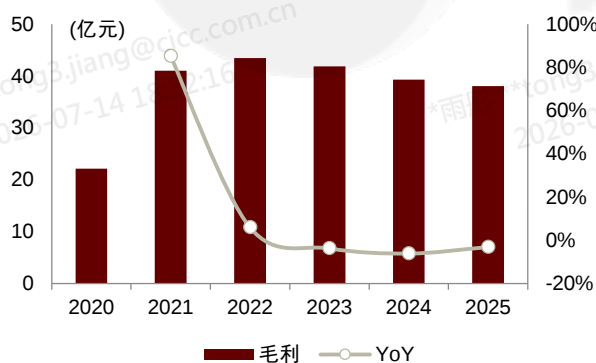
资料来源：公司公告，iFinD，中金公司研究部

图表 5：2025 年公司营业收入结构



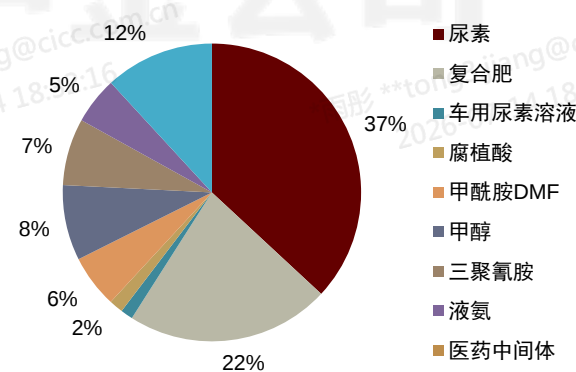
资料来源：公司公告，iFinD，中金公司研究部

图表 6：2020-2025 年公司毛利 CAGR 达 11%



资料来源：公司公告，iFinD，中金公司研究部

图表 7：2025 年公司毛利结构

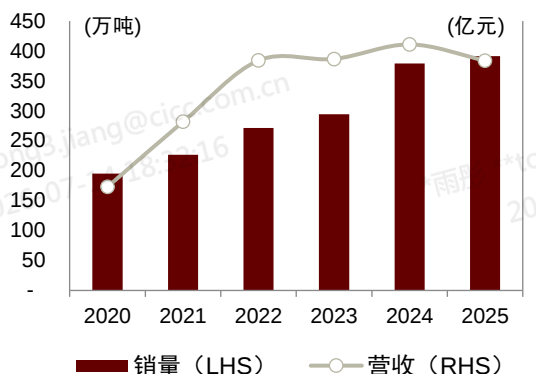


资料来源：公司公告，iFinD，中金公司研究部

尿素及复合肥主业规模稳健增长。2020 年以来公司尿素及复合肥业务规模持续增长，2025 年销量分别达 391/273 万吨，2020-2025 年公司销量 CAGR 分别达 15%/17%。我们认为，伴随公司产能释放，肥化协同能力及一体化生产优势逐步凸显，主业规模扩张有望稳步推进。

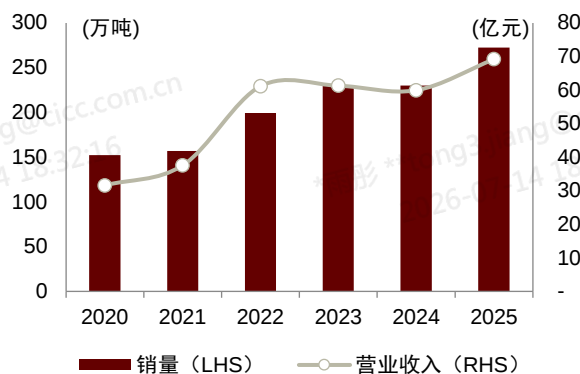


图表 8：2020-2025 年心连心尿素营业收入 CAGR 达 15%



资料来源：心连心公告，中金公司研究部

图表 9：2020-2025 年心连心复合肥营业收入 CAGR 达 17%

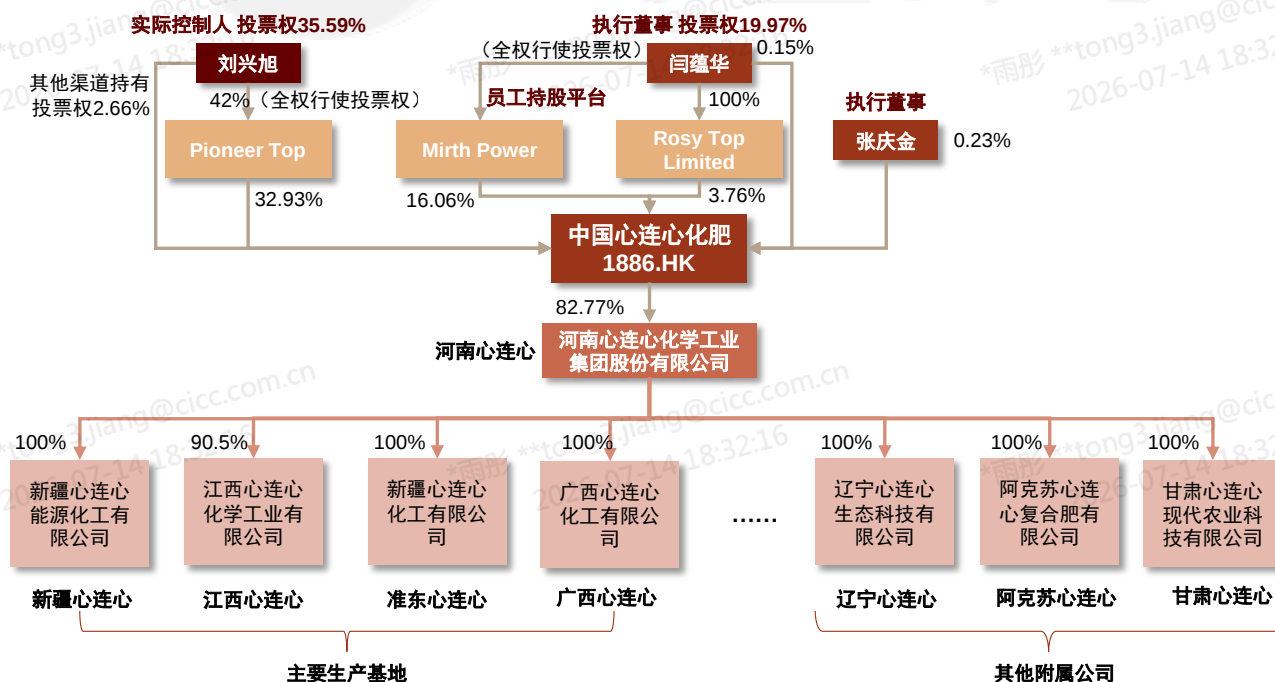


资料来源：心连心公告，中金公司研究部

员工持股平台绑定利益，分红提高股东回报

实控人刘兴旭持有投票权 35.59%。根据公司公告，截至 2025 年年报，公司实际控制人刘兴旭通过直接/间接方式合计持有投票权占比 35.59%，执行董事闫蕴华持有投票权占比 19.97%，员工持股平台 Mirth Power 持股占比 16.06%。中国心连心化肥通过河南心连心化学工业集团持股控制新疆心连心、江西心连心、准东心连心、广西心连心等附属公司。

图表 10：公司股权结构



注：截至 2026 年 7 月 13 日

资料来源：中国心连心 2025 年年报，公司于港交所公告，中金公司研究部



2025 年公司股息收益率达 4.3%。2021-2025 年公司现金分红总额 15.6 亿元，近年来分红率提升，2025 年公司拟派每股股利 0.32 元，分红率提升至 44%，基于 2026 年 7 月 13 日收盘价股息率 4.3%。我们认为，随着 2027 年公司尿素复合肥扩产完成后有望进入现金流充裕阶段，公司股东回报有望进一步增厚。

图表 11：2021-2025 年公司分红政策

年度	现金分红总额 (亿元)	每股股利 (元)	归母净利润 (亿元)	基本每股收益 (元)	分红率	股息收益率
2021	2.22	0.19	12.95	1.11	17.2%	2.7%
2022	3.07	0.25	13.26	1.08	23.2%	3.7%
2023	2.93	0.24	11.87	0.97	24.6%	3.2%
2024	3.33	0.26	14.59	1.14	22.9%	3.3%
2025	4.09	0.32	9.32	0.73	44.1%	4.3%

注：基本每股收益基于年报已发行及缴足普通股口径，股息收益率基于 2026 年 7 月 13 日收盘价
资料来源：公司公告，Wind，中金公司研究部

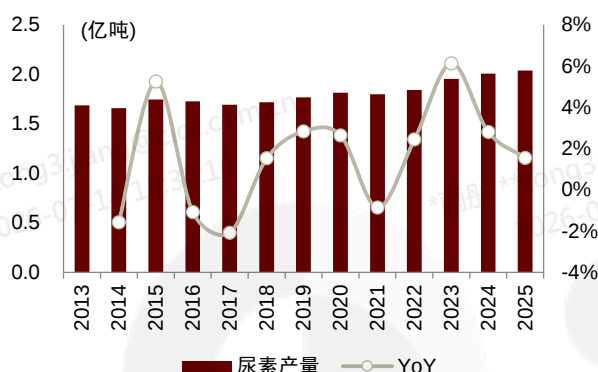


尿素：目前盈利处于低位，供需格局有望逐步优化

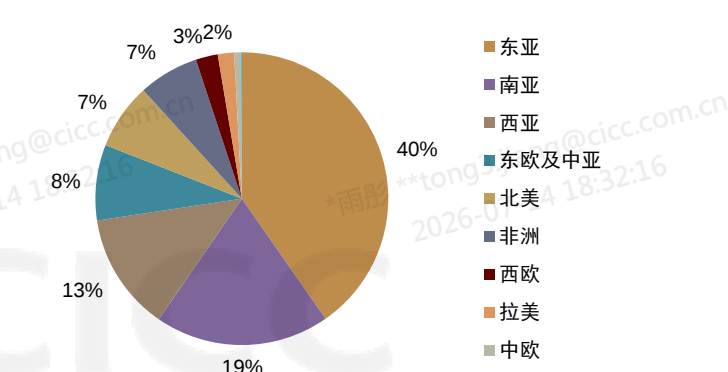
供给：能耗及尿素指标政策约束未来产能扩张

2025 年全球尿素产量约 2 亿吨，中国尿素产量占比约 35%。根据 IFA 数据，2015-2025 年全球尿素产量 CAGR 约 2%，呈现稳健增长趋势。亚洲为全球主要尿素生产地区，2024 年东亚/南亚/西亚尿素产量占全球比重分别为 40%/19%/13%，中国尿素产量占比达 35%。

图表 12：2020-2025 全球尿素产量 CAGR 约 2% 图表 13：2024 年东亚占全球尿素产量的 40%



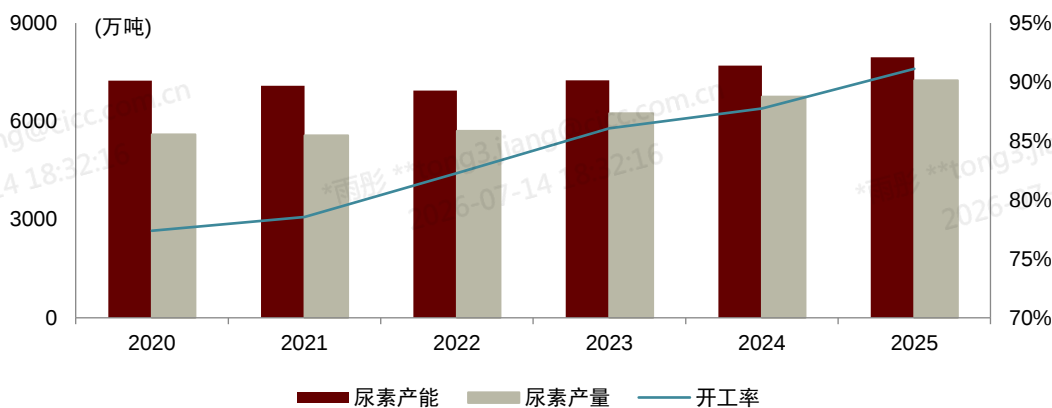
资料来源：IFA，中金公司研究部



资料来源：IFA，中金公司研究部

2020-2025 年国内尿素产能 CAGR 为 2%，2025 年开工率回升至 91%。2016-2020 年国内开展供给侧改革，落后产能逐步出清后行业供需格局改善；2022 年以来国内尿素行业产能重回增长，但受制于国内能耗及尿素指标限制，整体产能增速相对较慢。根据百川盈孚数据，2025 年国内尿素行业产能/产量分别为 7956/7249 万吨，2020-2025 年尿素产能/产量 CAGR 为 2%/5%，随着行业有效产能增加后，2025 年开工率较 2020 年提升 14ppt 至 91%。

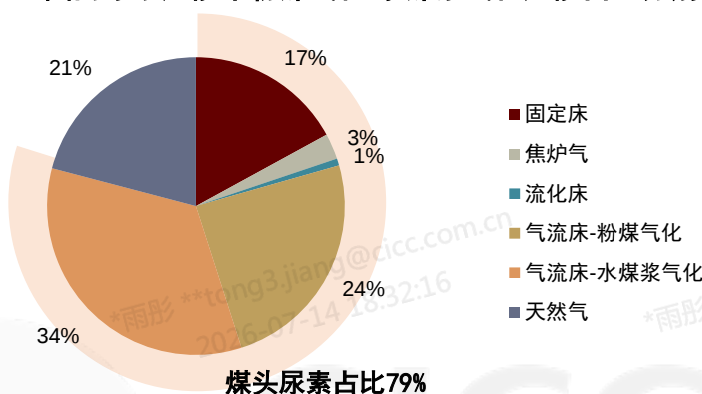
图表 14：2020-2025 年尿素产能/产量 CAGR 为 2%/5%



资料来源：百川盈孚，中金公司研究部

粉煤气化/水煤浆为当前国内主流先进工艺。尿素生产工艺分为煤头尿素、气头尿素，依托煤炭资源优势，煤头尿素为国内尿素生产的主流工艺，包括粉煤气化、水煤浆气化、固定床等。粉煤气化及水煤浆气化两种气流床工艺具有成本低、效率高的优势，根据隆众资讯统计，截至 2026 年 7 月气流床产能占比达 59%，是当前国内尿素的主流先进工艺；固定床即无烟煤工艺技术成本相对较高，国内产能占比 17%。我们认为，产能结构分化的背景下，先进工艺新产能具备更强的竞争优势。

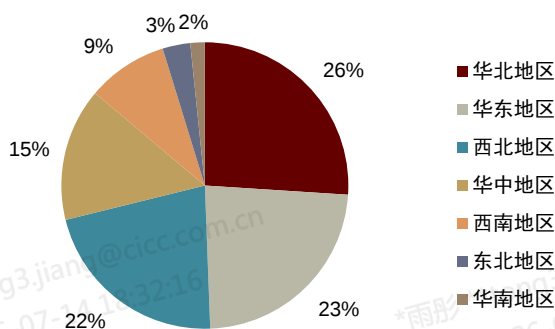
图表 15：国内尿素产能中粉煤气化/水煤浆气化产能占比分别为 24%/34%



注：截至 2026 年 7 月
资料来源：隆众资讯，中金公司研究部

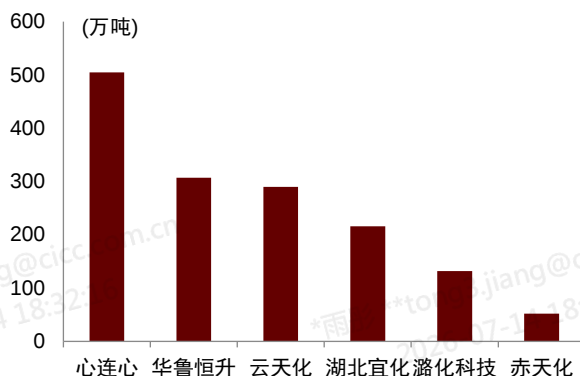
国内尿素行业供给集中度较低。根据百川盈孚数据，按地区分，2026 年华北、华东、西北尿素产能分别占全国的 26%/23%/22%，尿素产能分布受煤和天然气资源分布、下游需求分布影响。国内主要上市公司方面，2025 年产能较高的上市公司心连心/华鲁恒升/云天化占国内尿素产能的比例分别为 6.3%/3.9%/3.6%。

图表 16：2026 年华北尿素产能占比 26%



注：截至 2026 年 7 月
资料来源：百川盈孚，中金公司研究部

图表 17：2025 年国内主要上市公司尿素产能

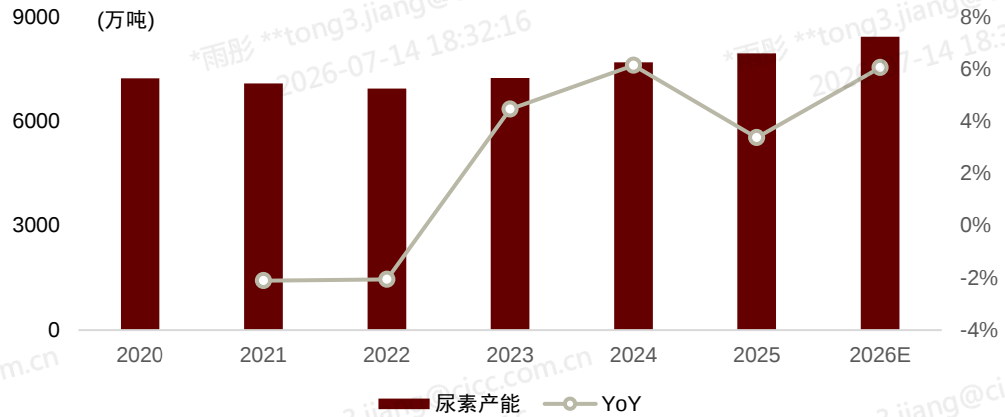


资料来源：各公司公告，中金公司研究部

我们预计 2026 年国内尿素产能增速约 6%。根据百川盈孚数据，2025 年国内尿素新投产产能 529 万吨，结合落后产能退出及新产能实际投产进度，2025 年净新增产能 260 万吨。根据百川盈孚 2026 年 7 月统计数据及相关公司公告，2026 年

国内计划新投产尿素产能 482 万吨，其中粉煤气化/水煤浆/固定床分别新增产能 205/247/30 万吨。若不考虑旧产能退出，我们预计 2026 年国内尿素总产能将达 8438 万吨，同比增长约 6%。

图表 18：2026 国内尿素产能预计 YoY +6%



资料来源：百川盈孚，相关公司公告，中金公司研究部

图表 19：2026 年国内尿素拟新投产产能 482 万吨

省份	附属公司	产能(万吨)	性质	规格	预计投产日期	原料	工艺
湖北	应城市新都化工有限责任公司	100	新投	中颗粒	2026年3月底投产	烟煤	水煤浆
河南	河南心连心化工集团有限公司	105	技改扩建	中大颗粒	2026年8月中下旬	烟煤	水煤浆
河北	河北正元氢能科技有限公司	52	扩建	小颗粒	2026年9月	烟煤	粉煤气化
新疆	新疆心连心化学工业有限公司	95	扩建	中颗粒	2026年10-11月	烟煤	粉煤气化
新疆	新疆昊源化工有限公司	100	新投	小颗粒	2026年10-11月	烟煤	粉煤气化
甘肃	靖远煤业集团刘化化工有限公司	0	产能置换35万吨	小颗粒	2026年10月	烟煤	粉煤气化
河北	河北省东光化工有限责任公司	30	改造投产净增	中颗粒	2026年底	无烟煤	固定床
合计		482					

资料来源：百川盈孚，中国心连心公告，中金公司研究部

高能耗项目审批趋严，能耗及尿素指标政策将约束国内尿素产能扩张。近年来国内碳减排及能效双控等相关政策出台限制国内尿素行业产能扩张：

- ▶ 2023 年 7 月《工业重点领域能效标杆水平和基准水平》明确尿素行业能效落后的产能应在 2026 年底前完成技术改造或淘汰退出。
- ▶ 2024 年 6 月《合成氨行业节能降碳专项行动计划》明确坚决停批停建不符合产业规划、产能置换、煤炭消费减量替代、污染物排放区域削减要求的合成氨项目，到 2030 年底合成氨行业绿色低碳发展取得显著成效。
- ▶ 2025 年 7 月《固定资产投资项目节能审查和碳排放评价办法》出台，正式确立了能耗与碳排放“双控双审”机制，以煤耗量为依据确认审查负责部门，将碳排放评价纳入高耗能项目的审查核心环节。

随着国内石化化工大项目审批趋严，地方政府考核碳排放相关指标等措施推进，我们认为尿素等化工品产能的增长有望得到严格约束。

图表 20：政策明确淘汰尿素落后产能，2030 年底实现合成氨绿色发展阶段性目标

2023年 7月	《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版）》 对能效低于基准水平的存量项目，明确改造升级和淘汰时限，制定年度改造和淘汰计划，引导企业有序开展节能降碳技术改造或淘汰退出，在规定时限内将能效改造升级到基准水平以上，对于不能按期改造完毕的项目进行淘汰。 合成氨等25个领域，原则上应在2025年底前完成技术改造或淘汰退出 尿素等11个领域原则上应在2026年底前完成技术改造或淘汰退出
2024年 1月	《产业结构调整指导目录（2024年本）》 明确淘汰类产业：不符合有关法律法规规定，严重浪费资源、污染环境，安全生产隐患严重，阻碍实现碳达峰碳中和目标，需要淘汰的落后工艺技术、装备及产品。 包括：没有配套建设吹风气余热回收、造气炉渣综合利用装置的固定层间歇式煤气化装置，没有配套工艺冷凝液水解解析装置的尿素生产设施
2024年 6月	《合成氨行业节能降碳专项行动计划》 到2025年底，合成氨行业能效标杆水平以上产能占比提升至30%；到2030年底，合成氨行业能效标杆水平以上产能占比进一步提高，能源资源利用效率达到国际先进水平，生产过程绿电、绿氢消费占比明显提升，合成氨行业绿色低碳发展取得显著成效 坚决停批停建不符合产业规划、产能置换、煤炭消费减量替代、污染物排放区域削减要求的合成氨项目
2025年 7月	《固定资产投资项目节能审查和碳排放评价办法》 节能审查：根据节能法律法规、政策标准等，对项目能源消费、能效水平及节能措施等情况进行审查 碳排放评价：按照碳排放双控要求同步对项目碳排放水平、实施影响和降碳措施等进行评价；重点评价项目是否影响全国及所在地区碳排放形势、是否影响所在地区碳排放强度降低目标完成、单位产品和产值碳排放是否符合国家与行业标准、是否应用先进技术适用技术挖掘降碳潜力

资料来源：《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版）》，《产业结构调整指导目录（2024年本）》，《合成氨行业节能降碳专项行动计划》，《固定资产投资项目节能审查和碳排放评价办法》，中金公司研究部

需求：国内尿素需求稳步增长

2020-2025 年国内尿素表观消费量 CAGR 约 4%。根据百川盈孚数据，2020-2025 年中国尿素表观消费量由 5553 万吨提升至 6725 万吨，CAGR 约 4%。中国为全球主要尿素消费国之一，结合 IFA 及百川盈孚数据，2025 年中国尿素表观消费量占全球尿素产量的比重约 33%。我们认为，国内农业需求驱动化肥市场规模稳步增长、下游三聚氰胺等化工品需求增长的背景下，国内尿素表观消费量稳健增长趋势有望延续，叠加政策约束尿素产能增长，供需格局有望优化。

图表 21：2020-2026 年国内尿素供需平衡表

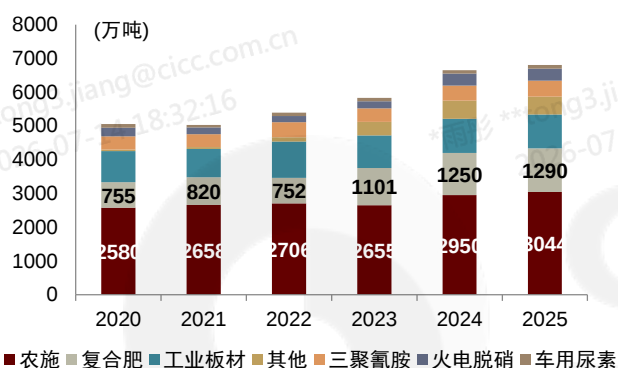
单位：万吨	尿素年产能	尿素产量	尿素出口量	尿素进口量	表观消费量	开工率
2020	7239	5602	545	0.2	5057	77%
2021	7086	5566	530	5.4	5042	79%
2022	6940	5709	283	0.5	5427	82%
2023	7250	6239	425	0.4	5814	86%
2024	7696	6754	26	0.4	6728	88%
2025	7956	7249	489	0.2	6760	91%
1H26	8104	2602	50	0.1	2553	-

注：进出口量数据截至 2026 年 5 月
资料来源：百川盈孚，中金公司研究部

农业需求占比为 64%，2020-2025 年消费量 CAGR 为 5%。农业为尿素的主要需求市场，根据百川盈孚数据，2025 年国内尿素下游应用领域中农业领域的直接施用、复合肥分别达 3044/1290 万吨，占尿素下游消费量的 45%/19%，2020-2025 年 CAGR 分别达 3%/11%，合计农业领域消费量 CAGR 为 5%。

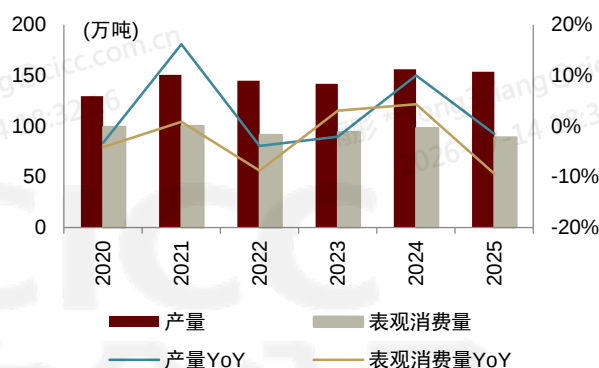
工业及其他需求占比 36%，三聚氰胺及脱硝支撑工业刚需。尿素通过热解或缩聚加工为三聚氰胺，进一步用于木材加工、涂料等领域。根据百川盈孚数据，2020-2025 年国内三聚氰胺产量由 130 万吨增长至 154 万吨，CAGR 约 3.4%。火电脱硝方面，2025 年火电脱硝用尿素需求量 361 万吨，受益于火电装机容量增长及环保政策收紧需求增长，2020-2025 年 CAGR 达 7%。

图表 22：2020-2025 年国内尿素农业需求 CAGR 约 5%



资料来源：百川盈孚，中金公司研究部

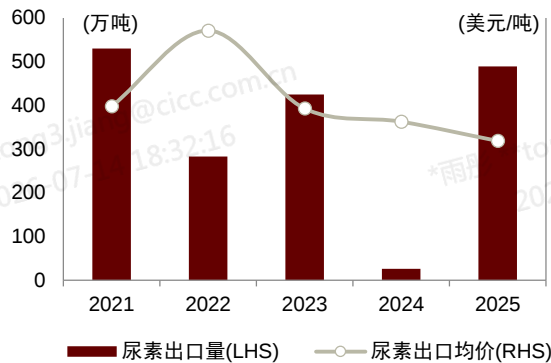
图表 23：2020-2025 年国内三聚氰胺产量 CAGR 约 3.4%



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

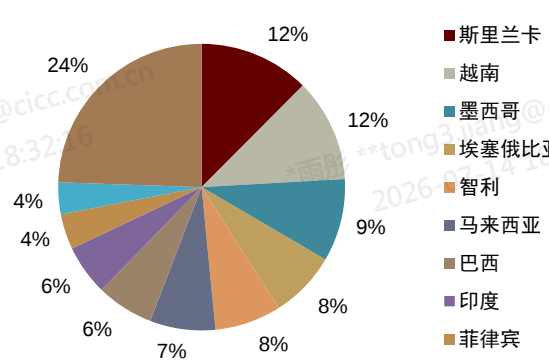
尿素出口受政策管控，2025 年国内尿素出口量占产量的 6.8%。2022 年以来国内对尿素出口进行管控，2022/23/24 年尿素出口量分别为 26/425/283 万吨，占总产量比重分别为 0.5%/6.8%/4.2%。2025 年国内尿素出口开始实行配额制与指导价模式，2025 年出口政策放宽的背景下中国尿素出口量 489 万吨，占尿素总产量约 6.8%。2025 年中国尿素出口量占比较高的国家为斯里兰卡/越南/墨西哥，尿素出口金额分别达 17.8/16.7/13.4 亿元。根据卓创资讯，2026 年第一轮自律出口配额已于 5 月公布。

图表 24：2025 中国尿素出口量恢复至 489 万吨



资料来源：百川盈孚，中金公司研究部

图表 25：2025 年中国尿素出口流向

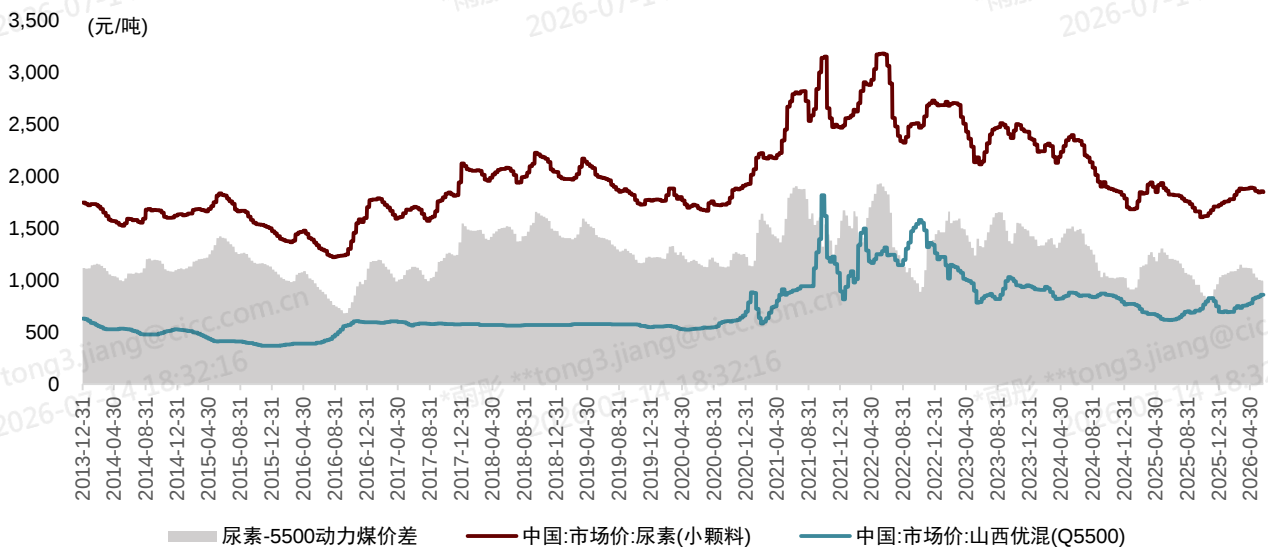


注：以出口金额计
资料来源：百川盈孚，中金公司研究部

国内尿素盈利处于历史低位，国内外尿素仍存较大价差

当前尿素-煤价价差处于历史低位。随着煤炭价格回落、国内尿素保供稳价及出口管控措施，以及尿素行业有效产能持续增长，2022 年以来尿素价格回落明显。2026 年 6 月尿素价格处于 2014 年以来的 48%分位，尿素-煤价价差处于 2014 年以来的 8%分位。我们认为，尿素-煤价价差处于历史低位的背景下，采用气头、固定床工艺的尿素产能盈利承压，成本端对尿素价格形成支撑，同时具备低成本产能的相关企业优势有望凸显。

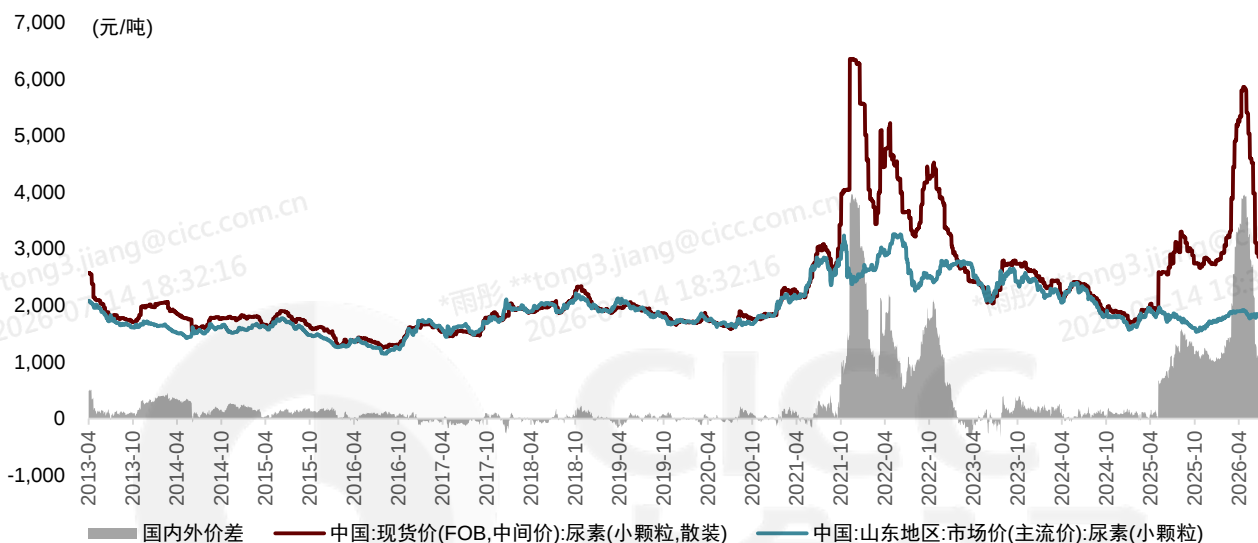
图表 26：2026 年 6 月尿素-煤价价差达到 2014 年以来的 8%分位



注：截至 2026 年 6 月 20 日
资料来源：国家统计局，卓创资讯，Wind，中金公司研究部

国内外尿素价差较大，出口配额较多的企业有望受益。根据 IFA 数据，2024 年西亚地区尿素产量 2618 万吨，占全球约 13%；根据 [FAO](#)，近年来波斯湾地区尿素出口量占全球的 30%-35%。美伊冲突导致中东地区尿素出口受阻以及印度尿素因天然气供应短缺减产，海外尿素供不应求导致尿素价格大幅上涨。根据隆众资讯数据，2026 年 6 月中国小颗粒尿素 FOB 价格/山东地区小颗粒尿素主流价分别为 2856/1810 元/吨，价差达 1046 元/吨。我们认为，随着 2026 年国内第一批尿素出口配额发放，出口配额较多的企业有望受益。

图表 27：2026 年 6 月中国尿素 FOB-山东地区尿素主流价价差达到 2013 年以来的 87%分位



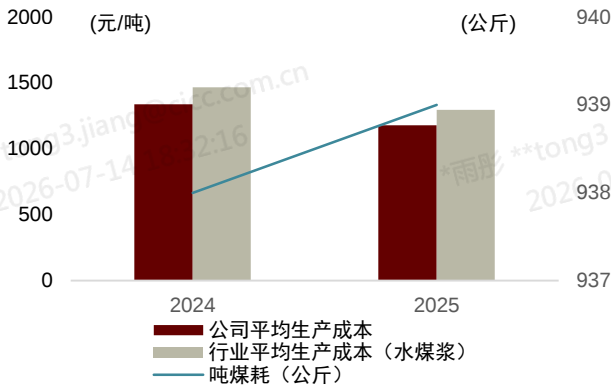
注：美元兑人民币汇率以当日汇率计
资料来源：隆众资讯，Wind，中金公司研究部

心连心尿素产能持续扩张，成本优势有望继续提升

我们预计 2027 年底公司产能有望达 805 万吨，较 2025 年增长 59%。根据公司公告，公司现有尿素产能 505 万吨，包括新疆玛纳斯/河南/江西基地产能各 50/260/195 万吨。新增产能方面，公司预计：河南基地新增 105 万吨尿素产能将于 2026 年投产，新疆准东基地新增 95 万吨尿素产能将于 2026 年年底投产，广西基地新增 100 万吨产能将于 3Q27 投产，新产能投产后公司尿素总产能将达到 805 万吨，较 2025 年产能增长 59%，我们认为尿素产能不断增加将驱动公司持续成长。

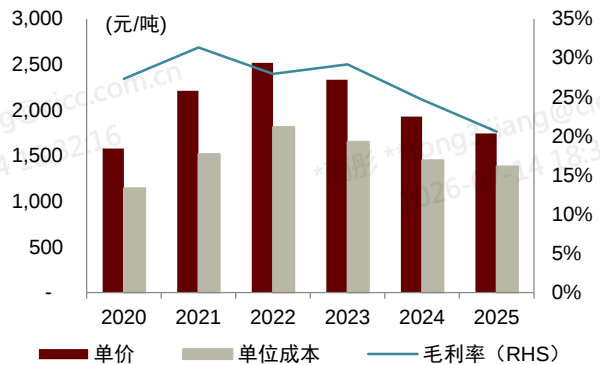
成本优势领先，产能扩张驱动成本进一步下降。根据公司公告，2024/25 年公司单吨尿素平均生产成本为 1339/1179 元，水煤浆工艺行业平均生产成本 1467/1295 元/吨，先进技术优化成本叠加规模效应优势使得公司尿素平均生产成本优于行业平均水平 10%。根据公司公告，目前公司各基地项目通过采用行业领先工艺及数智化技术推动单位产品能耗降低，产业规模效应逐步释放。我们认为，伴随公司产能扩张及技术升级，公司尿素生产成本有望进一步下降。

图表 28：公司尿素平均生产成本低于行业 10%



资料来源：中国心连心业绩简报 2024、2025，中金公司研究部

图表 29：公司尿素单位成本持续优化



资料来源：心连心公告，中金公司研究部

高效尿素提升产品竞争力。根据[公司公告](#)，公司近年来聚焦氮肥利用率提升，推出腐植酸、控失肥、包膜尿素、聚能网等高效肥产品，系列高效尿素产品能够在施肥减量 6%至 20%的情况下实现作物不减产，在同等施肥量的情况下增产 10%左右。产品结构优化方面，公司广西基地计划新增产能包含 95 万吨高效氮肥。我们认为，高效尿素产品具备更高壁垒，差异化高单价产品有望提升公司产品的市场竞争力，从而提升产品盈利能力。

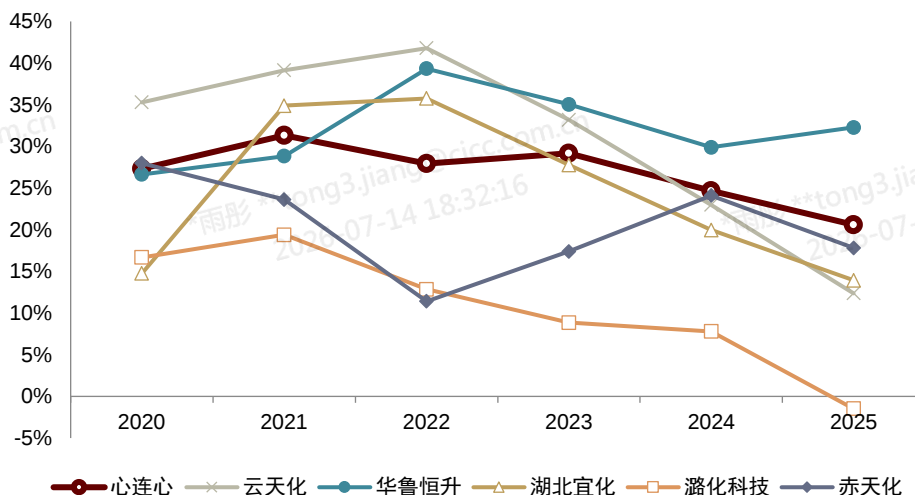
图表 30：心连心高效尿素产品丰富

产品	产品特点
聚能网尿素	溶解后能迅速形成网状结构，将肥料养分有效锁住，并不断吸附土壤中的养分，在植物根部形成充盈的养分库，提高肥料利用率。
黑力旺腐植酸尿素	采用优质矿源腐植酸生产，全水溶，活性高，易吸收，具有疏松土壤、活化养分、增强抗性、改善品质的功效。
水触膜控失尿素	系心连心与中科院联合研发的全新技术产品，实现了多层控失。有触水生膜、多层控失、水肥耦合、增产增收四大特点。
超控士超安稳定性尿素	系新一代高效环保尿素，能有效减少氨挥发，减少肥料用量，改善生态环境。特点主要包括长效省工、高效环保、增产提质。
控失尿素	心连心研究开发的新型尿素，施入土壤后遇水膨胀，组成海绵状的网络结构，将尿素养分耦合在网络内，具有控制养分挥发流失，提高肥料利用率的目的。

资料来源：心连心官网，中金公司研究部

成本优势明显，心连心尿素毛利率处于业内领先水平。近年来国内尿素价格处于下行周期，但成本控制能力叠加价格优势使得公司尿素产品毛利率处于业内较高水平，2025 年公司尿素毛利率达 21%。我们认为，伴随公司尿素新增产能陆续投产爬坡，公司尿素业务规模有望稳健增长，规模效应及新产能技术优化有望推动公司尿素毛利率进一步提升。

图表 31：心连心尿素毛利率处于业内较高水平



资料来源：Wind，各公司公告，中金公司研究部；

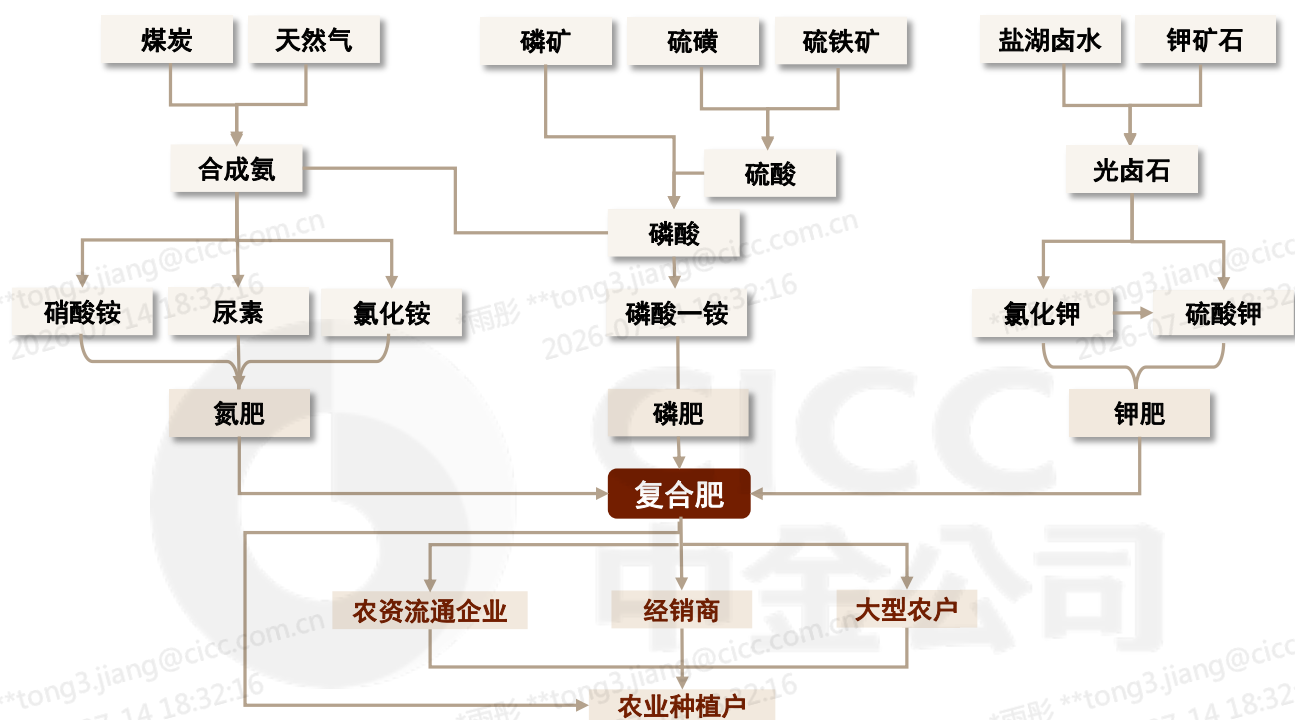
2025 年心连心尿素出口占比同比提升 6 个百分点。根据心连心 2025 年年报，公司把握有利出口窗口，积极拓展海外市场，重点提升东南亚出口占比，海外订单明显增加，尿素出口占比同比提升 6 个百分点。根据公司 1Q26 业绩报告，国家放宽尿素出口政策有望推动尿素价格阶段性稳定运行。我们认为，公司此前积极拓展海外尿素销售渠道具备较好基础，有望受益于尿素出口带来的利润增值。

中金公司

复合肥：吨毛利相对稳定，新型肥料盈利能力凸显

复合肥连接单质肥供给和终端消费。复合肥以氮、磷、钾复合配比，通过化学合成、混配、造粒等方式制成应用于不同农业场景的混合肥料，通过合理的营养配比提升施肥效率。复合肥上游为氮肥、磷肥、钾肥供应商，下游为农资流通企业、化肥经销商及农户。

图表 32：复合肥连接单质肥供给和终端消费

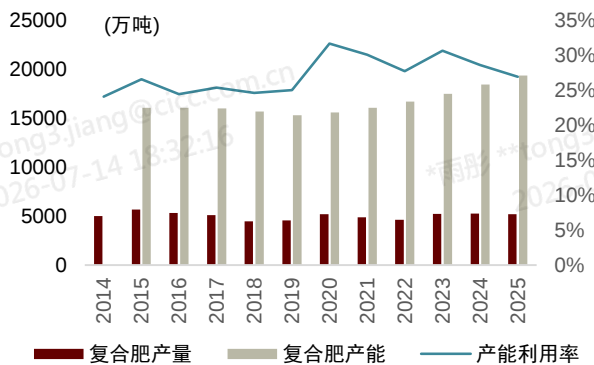


资料来源：云图控股 2024 年年报，中金公司研究部

供给：行业竞争格局分散，龙头公司市占率进一步提升

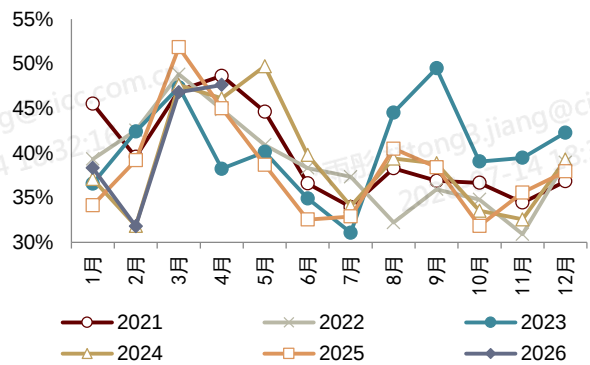
国内产量水平较为稳定，产能利用率较低。根据卓创资讯，2025 年国内复合肥产量 5207 万吨，近年来产量水平较为稳定。农资属性驱动国内复合肥年内消费量及开工率季节性波动，开工高峰集中于 3 月-5 月春耕备播、8 月-10 月底肥施用阶段。由于复合肥技术壁垒低且投资规模小，国内复合肥生产企业数量多，整体产能规模大，2025 年国内复合肥产能 1.9 亿吨，产能利用率仅约 27%。

图表 33：国内复合肥产量相对平稳



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

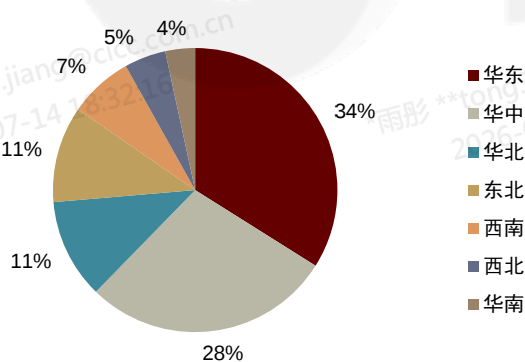
图表 34：复合肥行业开工率季节性波动



注：2026 年数据
资料来源：百川盈孚，中金公司研究部

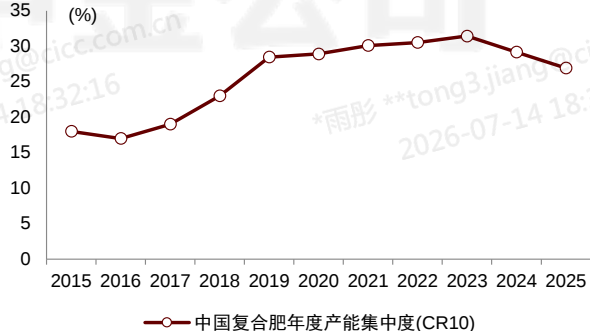
产能分布靠近终端消费市场，资本开支低使得行业产能集中度较低。复合肥对物流运费较为敏感，产地通常靠近终端市场，2026 年华东、华中产能占比分别为 34%/28%。根据卓创资讯数据，2025 年国内复合肥行业产能 CR10 为 27%，2020-2025 年国内复合肥行业产能集中度波动幅度较小。复合肥行业相比于上游单质肥行业资本开支较低，轻资产属性决定了其固定制造费用占比有限。行业对产能利用率的容忍度较高，尾部产能的被动出清较为缓慢。

图表 35：2026 年国内复合肥产能分布



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

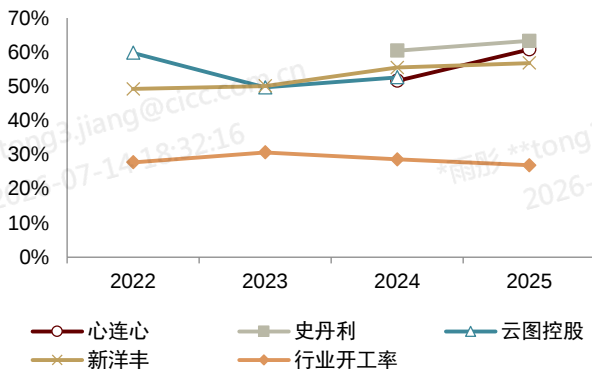
图表 36：2025 国内复合肥产能 CR10 为 27%



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

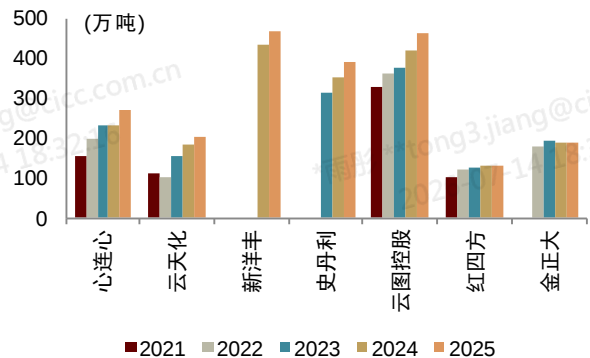
龙头企业产能利用率高于行业平均水平。根据各公司公告，2025 年复合肥行业主要上市公司产能利用率处于 50%以上，高于行业均值。大型企业高开工率使得复合肥行业产量集中度高于产能集中度，根据[中国磷复肥行业协会](#)，2025 年中国复合肥行业产量 CR15 为 54.1%。根据国内复合肥行业主要上市公司公告，近年来心连心、云天化、云图控股、红四方等公司复合肥销量保持增长态势，2021-2025 年复合肥销量 CAGR 分别为 15%/16%/9%/6%。我们认为，国内复合肥行业总产量增长幅度较小的背景下，龙头公司销量保持增长态势，大型企业规模优势及抗周期能力凸显，龙头公司市场份额逐步提升趋势有望延续。

图表 37：复合肥上市公司开工率高于行业均值



注：心连心未披露复合肥产量，以复合肥销量计
资料来源：各公司公告，iFinD，中金公司研究部

图表 38：2021-2025 大型企业复合肥销量增长

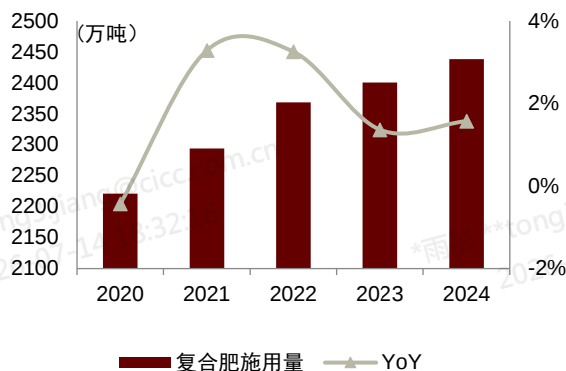


注：史丹利、云天化为磷复合肥整体销量数据
资料来源：各公司公告，中金公司研究部

需求：复合肥施用率持续提升

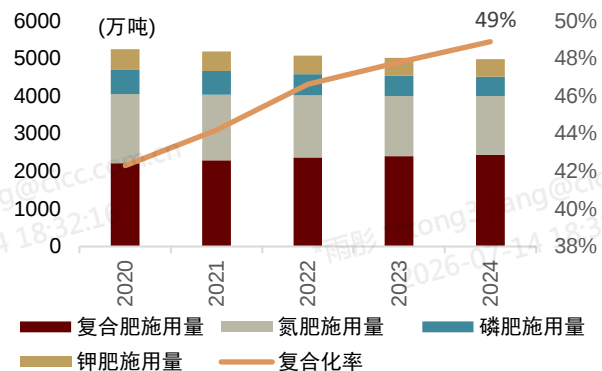
国内复合肥折纯施用量及复合肥施用率提升。根据国家统计局数据，2024 年国内复合肥折纯施用量约 3439 万吨，2020-2024 年 CAGR 约 2.4%，2024 年国内化肥施用量合计约 4988 万吨，复合肥施用率约 49%，相比于 2020 年的 42% 提升约 7ppt。农业农村部印发《关于开展“精准肥水增粮增效”行动深入推进肥水高效利用工作的指导意见》，明确加快研发推广专用配方肥、缓控释肥、水溶肥及中微量元素肥等新型肥料产品及智能装备，我们认为，作物产量及生产效率提升趋势有望进一步拉动高效肥料需求，复合肥提升肥料施用效率为当前农业施肥发展趋势，国内复合肥需求有望保持稳健增长。

图表 39：2020-2024 国内复合肥折纯施用量 CAGR 约 2.4%



资料来源：国家统计局，iFinD，中金公司研究部

图表 40：2020-2024 国内复合肥施用率提升

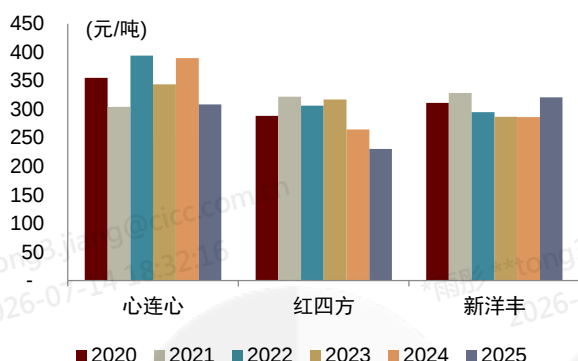


资料来源：国家统计局，iFinD，中金公司研究部

吨毛利相对稳定，新型肥料提升盈利能力

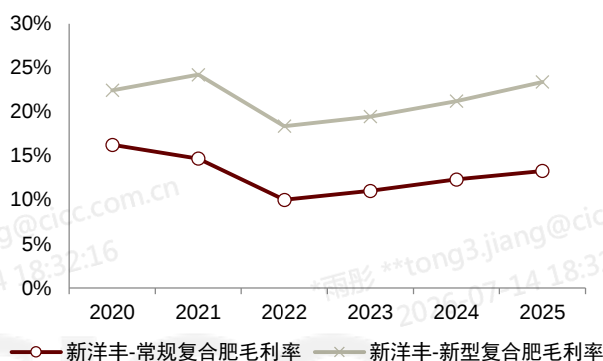
复合肥吨毛利水平较为稳定，新型复合肥盈利能力较强。复合肥行业为成本加成定价模式，吨毛利相对稳定。根据心连心公告，2020-2025 年公司复合肥产品吨毛利在 300~400 元/吨。新型复合肥相比于常规复合肥具备更高技术壁垒和更高的肥效，主要用于经济作物，下游对新型肥的价格接受度较高，具备更高的盈利能力。2025 年新洋丰新型复合肥产品毛利率达 23%，高于复合肥同期毛利率 10ppt。

图表 41：复合肥企业吨毛利水平较为稳定



注：新洋丰为常规复合肥数据
资料来源：各公司公告，中金公司研究部

图表 42：新型复合肥盈利能力较强



资料来源：新洋丰公告，中金公司研究部

心连心复合肥产能扩张推进，开展营销转型布局新型肥料

2027 年心连心产能有望增加 150 万吨至 598 万吨。根据公司公告，2025 年心连心复合肥 448 万吨产能分布于河南、江西、新疆玛纳斯、广西基地及东北、甘肃小基地，2026 年底新疆准东 50 万吨/2027 年三季度广西 100 万吨新产能扩产完成后，复合肥累计产能有望达到 598 万吨。我们认为，龙头企业扩产有望进一步强化竞争优势，规模效应有望持续驱动心连心业绩增长。

心连心积极布局新型肥料，差异化产品提升竞争力。根据公司官网，当前心连心复合肥有近百种配方，满足不同作物、土壤需求。公司新型复合肥产品包括腐植酸系列、控失系列、硝基肥系列、氨基酸系列、专用肥系列及水溶肥系列。我们认为，复合肥行业成本加成的定价模式下，新型复合肥产品具备更大的利润空间，心连心新型肥料占比提高有望通过优化产品结构提升盈利能力。



图表 43：心连心复合肥涵盖近百种配方，适用于不同作物需求

产品	产品特点
腐植酸系列	黑力旺黄腐酸肥（活化多种养分，增强作物抗性，改善作物品质） 天香果色黄腐酸硝基复合肥（溶解快、增肥效）
控失系列	水触膜控失复合肥（触水生膜，多层控失，水肥耦合，增产增收） 新一代控失复合肥（网捕控失，长效省工，保水保肥，增产环保）
硝基肥系列	珍维多高塔硝硫基（速溶双效 原料优质 多种营养 安全性好） 高塔硝硫基复合肥（速溶双效 多种营养 使用安全 提质增产） 新一代专用肥（配方科学 增强抗性 促进光合 提高产量）：
专用肥系列	新一代辛得利玉米专用肥；新一代猛得利小麦专用肥；新一代稻香归水稻专用肥；新一代膨得利花生专用肥 薯好达薯类专用肥（配方科学 调理土壤 高效补硼） 天下茶香茶叶肥（全面平衡营养，提高光合速率，使茶树根系发达，主动吸肥能力强） 聚能网复合肥（能量聚到根 吸收更充分 活化土壤 保水调温）
氨基酸系列	甲多好复合肥（钾多籽饱 三种氮源 高塔速效 适用性广） 高聚能复合肥（高塔造粒溶解好 富含聚能网因子 速效与长效并存） 大量元素水溶肥（配方设计科学，养分含量高）
水溶肥系列	心乌金（生根促长 改土固碳 调酸抑碱 抗逆抗病 增效提质） 闪冲仕水溶肥（膨果增甜 提质增产 调酸抑碱 吸收充分）
常规肥系列	高塔肥系列（颗粒圆润、养分均匀、水分含量低、原料纯度高）

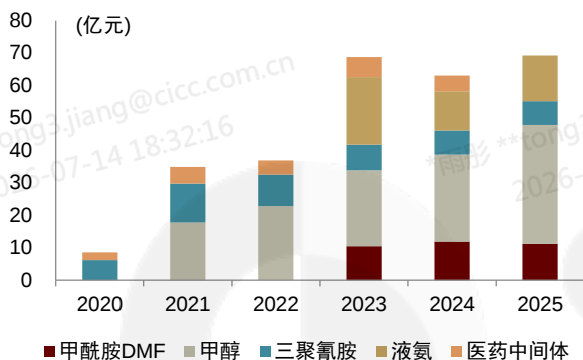
资料来源：心连心官网，中金公司研究部

心连心市场营销转型或有助于提升市占率和利润率。复合肥相比于尿素产品差异化程度更高，具备更强的消费属性。心连心近年来通过建立特色营销体系实现市场营销转型，改善原有经销商模式导致的价格传导错位问题。具体措施包括建立全国 120 余家高效农业服务中心、200 余家配肥站、利用大数据提升服务效率等。我们认为，营销体系的完善或有助于强化心连心产品品牌力，公司产品价格粘性 & 市占率有望进一步提升。

化工品：煤化工产业链延伸，一头多尾布局

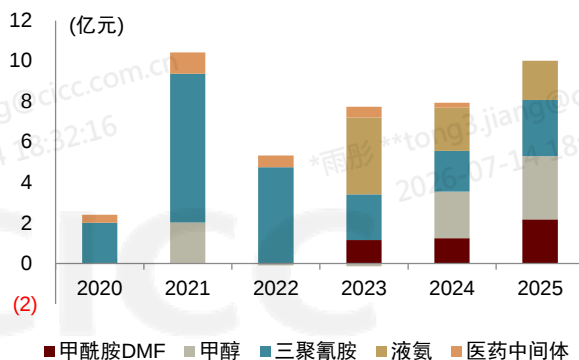
煤化工产业链“一头多尾”布局。公司沿煤化工产业链纵向布局，以合成氨、甲醇为基础延伸下游化工产品，包括液氨、三聚氰胺、甲醇、甲酰胺等。煤化工产业链相关产品之间产能可灵活切换，一头多尾布局使公司能够根据下游需求调整产量。近年来伴随产能扩张，公司化工品板块营业收入增长，2025 年公司化工品营业收入/毛利润分别达 69.2/10.0 亿元，YoY+9.9%/26.2%，毛利率为 14.5%。我们认为，公司作为大型煤化工集团具备规模优势，有望通过产线柔性切换放大高毛利品种产销量实现增利。

图表 44：心连心化工品营业收入



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 45：心连心化工品毛利润

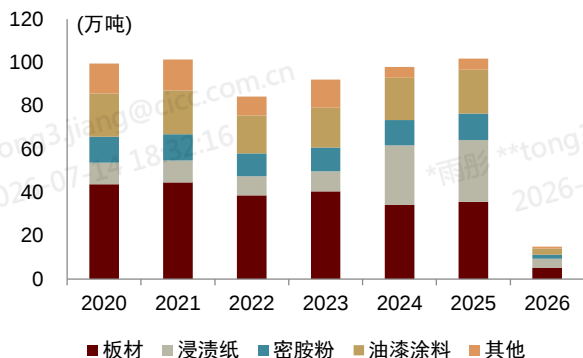


资料来源：公司公告，中金公司研究部

三聚氰胺：建材领域重要原料，出口规模增长

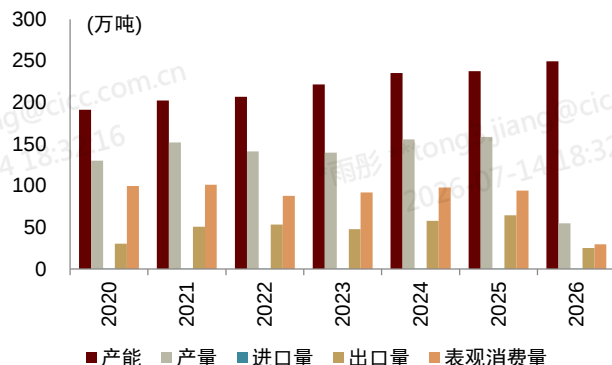
下游应用核心为建材领域，出口占产量约 41%。根据百川盈孚数据，2025 年 1~11 月三聚氰胺下游应用中板材/浸渍纸/密胺粉/油漆涂料占比分别为 35%/28%/12%/20%。三聚氰胺以尿素为原料，海外尿素供给结构性短缺传导至三聚氰胺，近年来国内三聚氰胺出口量增长。根据百川盈孚数据，2025 年国内三聚氰胺产量约 159 万吨，出口量约 65 万吨，出口量占产量约 41%。

图表 46：三聚氰胺下游应用集中于建材领域



注：2025 年为 1~11 月数据，2026 年数据截至 4 月
资料来源：百川盈孚，中金公司研究部

图表 47：三聚氰胺产量及出口规模增长



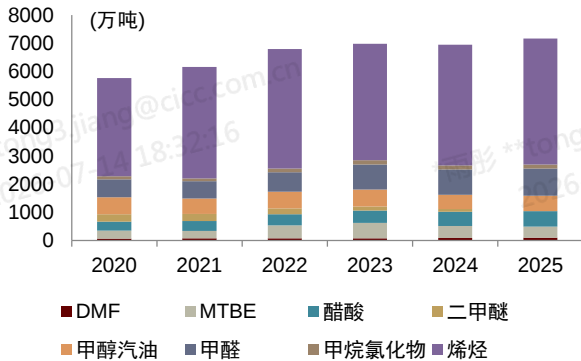
注：2026 年数据截至 4 月，进口量规模较小
资料来源：百川盈孚，海关总署，中金公司研究部

心连心现有三聚氰胺产能 12 万吨，2027 年有望增长至 28 万吨。由于新疆煤炭价格低，公司新疆尿素生产成本低，以尿素为原料生产的三聚氰胺成本优势较强，公司三聚氰胺具备较好的盈利水平。根据心连心公告，2025 年公司三聚氰胺营业收入 7.3 亿元，销量 14 万吨，毛利率约 38%。2025 年公司新疆玛纳斯基地三聚氰胺产能 12 万吨，当前公司新疆准东基地 32 万吨三聚氰胺新增产能建设稳步推进，我们预计若 2027 年公司一期 16 万吨产能投产，2027 年三聚氰胺总产能将增长至 28 万吨。

甲醇：美伊冲突导致国内甲醇价格上涨

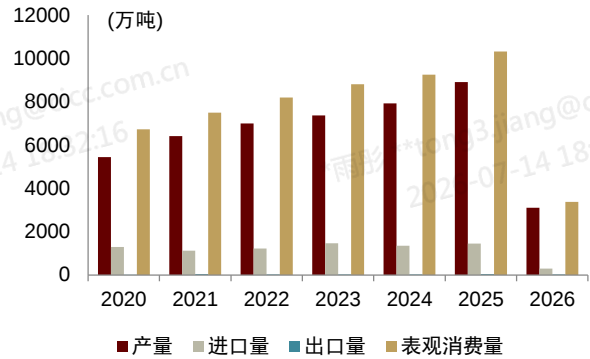
烯烃占甲醇下游应用的 62%，国内甲醇进口依存度 14%。根据百川盈孚数据，2025 年国内甲醇产量 8904 万吨，2020-2025 年 CAGR 约 10%。甲醇制烯烃为下游核心应用，2025 年占下游总需求比例约 62%。2025 年我国甲醇进口量 1443 万吨，占甲醇表观消费量比重约 14%，其中来自沙特阿拉伯/阿曼/阿联酋/伊朗/卡塔尔的进口量约 999 万吨，占总进口量的 69%。2026 年初美伊冲突以来甲醇价格大幅增长，2026 年 6 月甲醇价格 2962 元/吨，处于 2014 年以来的 94%分位。

图表 48：烯烃占甲醇下游应用的 62%



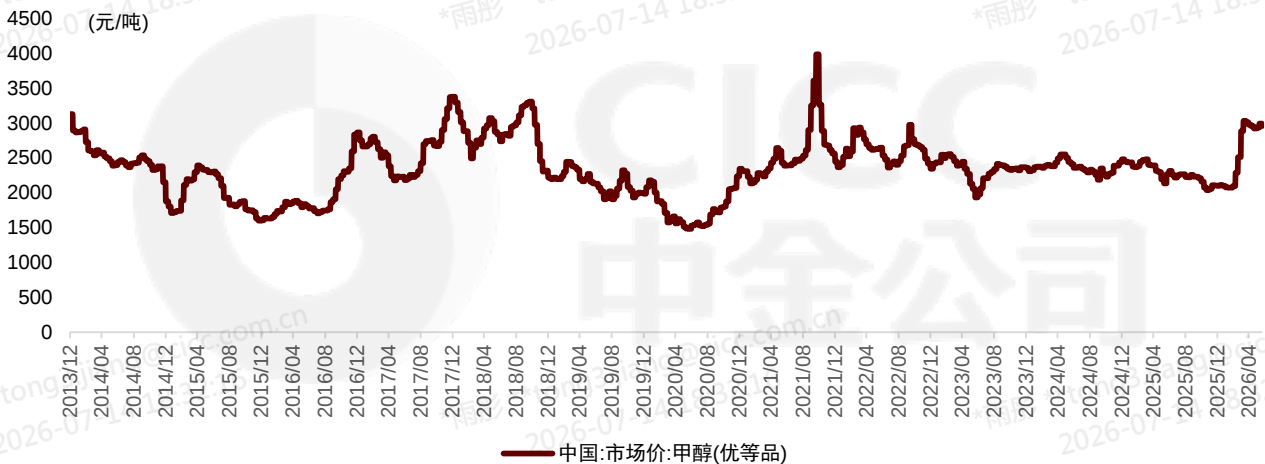
资料来源：百川盈孚，中金公司研究部

图表 49：2025 年甲醇进口依存度 14%



资料来源：百川盈孚，海关总署，中金公司研究部

图表 50：2026 年 6 月国内甲醇价格处于 2014 年以来的 94%分位



资料来源：国家统计局，Wind，中金公司研究部

2025 年心连心甲醇产能 120 万吨，产能柔性切换有望受益于价格上涨。2025 年公司甲醇产品营业收入 36.7 亿元，2021-2025 年 CAGR 约 20%，毛利率约 8.5%。2025 年公司甲醇产能包括河南/江西/新疆玛纳斯各 35/70/15 万吨，年销量约 60 万吨左右（部分甲醇用于生产下游化工产品）。我们认为，甲醇价格上涨有望驱动公司甲醇及甲醇下游产品盈利提升。

首次覆盖，给予“跑赢行业”评级

盈利预测

核心假设

- **尿素销量、价格及成本假设：**根据公司尿素扩产计划，我们预计 2026/27 年公司尿素产能有望达到 610/805 万吨，尿素销量将达 532/708 万吨，YoY+36%/+33%。当前尿素价格处于周期低位，成本支撑下我们预计 2026/27 年尿素价格温和回升至 1800/1810 元/吨。成本方面，伴随公司扩产后规模效应释放及先进工艺降本，单位成本降至 1385/1379 元/吨，2026/27 年尿素毛利率达 23%/24%。
- **复合肥销量及毛利率假设：**根据公司复合肥扩产计划，我们预计 2026/27 年公司复合肥产能有望达到 448/568 万吨，复合肥销量达 327/393 万吨，YoY+20%/+20%。我们预计伴随公司营销转型及高端肥料占比提升，2026/27 年复合肥毛利率有望达 12%/13%。
- **化工品营业收入及毛利率假设：**公司纵向布局煤化工产业链，合成氨下游 DMF、甲醇、三聚氰胺等化工品销售稳定，我们预计伴随公司合成氨扩产完成，营业收入稳健增长。受益于 2026 年三聚氰胺、甲醇等化工品价格上涨，我们预计 2026/27 年化工品板块营业收入达 76.2/76.9 亿元，YoY+10%/+1%，毛利率 20%/16%。

图表 51：中国心连心盈利预测核心假设

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
尿素					
营业收入（百万元）	6,874	7,306	6,827	9,583	12,822
销量（千吨）	2,946	3,789	3,913	5,324	7,084
YoY		29%	3%	36%	33%
单价（元/吨）	2,333	1,928	1,745	1,800	1,810
单位成本（元/吨）	1,652	1,452	1,385	1,385	1,379
煤价（元/吨）	942	1,006	959	964	961
毛利率	29%	25%	21%	23%	24%
复合肥					
营业收入（百万元）	6,130	5,994	6,921	8,342	10,049
销量（千吨）	2,305	2,299	2,726	3,271	3,925
YoY		0%	19%	20%	20%
单价（元/吨）	2,659	2,607	2,539	2,550	2,560
毛利率	13%	15%	12%	12%	13%
化工品					
营业收入（百万元）	6,877	6,300	6,922	7,620	7,690
YoY		-8%	10%	10%	1%
毛利率	11%	13%	14%	20%	16%

资料来源：Wind，公司公告，中金公司研究部

盈利预测和财务指标

我们预计公司 2026-2027 年的归母净利润将达到 16.03/18.10 亿元，对应 EPS 为 1.25 元/1.41 元，2025-2027E CAGR 为 39%。



图表 52：中国心连心盈利预测与财务指标

单位：百万元	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
损益表					
营业收入	23,475	23,128	25,352	30,469	35,470
营业成本	-19,288	-19,197	-21,544	-25,086	-29,317
其他收入	147	286	363	360	363
销售费用	-618	-708	-744	-894	-1,041
管理费用	-1,299	-1,324	-1,363	-1,639	-1,908
财务费用	-580	-495	-480	-556	-584
税前利润	1,940	2,376	1,583	2,704	3,033
所得税	-302	-363	-280	-479	-537
净利润	1,187	1,459	932	1,603	1,810
现金流量表					
经营活动现金流	5,456	3,350	3,377	4,053	5,059
投资活动现金流	-3605	-4291	-5415	-5362	-4162
融资活动现金流	-2,158	666	2,350	696	194
货币资金增加额	-307	-275	312	-614	1,091
货币资金期初余额	1,470	1,163	887	1,199	586
货币资金期末余额	1,163	887	1,199	586	1,677
资产负债表					
非流动资产					
固定资产净值	20,236	22,981	29,067	32,094	33,751
无形资产	302	91	117	376	610
使用权资产	1,635	1,892	2,114	2,173	2,231
土地使用权	0	0	0	0	0
商誉	63	75	75	75	75
长期存款及预付款	947	907	281	281	281
递延事项和其他	367	271	293	297	300
	23,550	26,218	31,948	35,295	37,250
流动资产					
存货	1,597	1,710	1,958	2,136	2,496
应收账款	1,163	1,027	1,123	1,292	1,504
其他应收款	950	2,030	2,177	2,528	2,943
短期存款	676	602	340	340	340
货币资金	1,163	887	1,199	586	1,677
其他	35	44	15	15	15
	5,583	6,301	6,813	6,897	8,975
总资产	29,133	32,518	38,760	42,192	46,225
流动负债					
短期借款	4,469	5,267	3,301	3,601	3,801
应付账款	1,389	1,581	2,265	2,302	2,691
其他应付	2,185	2,442	2,900	3,110	3,635
合同负债	1,346	1,229	1,413	1,587	1,848
应付税金	95	23	24	24	24
其他	960	825	1,065	1,154	1,323
	10,444	11,368	10,968	11,779	13,321
非流动负债					
银行借款	7,165	7,588	13,095	13,895	14,295
租赁负债	75	79	170	175	180
递延事项	272	429	478	478	478
其他	668	532	852	852	852
	8,179	8,628	14,596	15,401	15,806
总负债	18,622	19,996	25,564	27,180	29,127
股东权益	10,511	12,522	13,196	15,012	17,098

资料来源：公司公告，Wind，中金公司研究部

投资建议

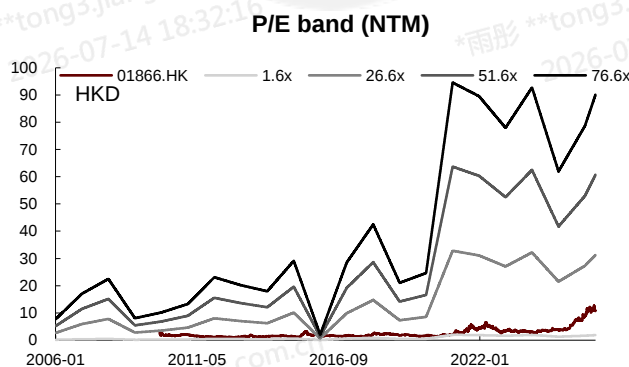
首次覆盖给予“跑赢行业”评级，目标价 10.57 港元。我们预计公司 2026/27 年 EPS 分别为 1.25/1.41 元。目前公司股价对应 2026/27 年 5.8x/5.0x 市盈率。可比公司选取业务较为相近的 A 股化肥公司云天化、湖北宜化、新洋丰、云图控股、史丹利，2026 年平均 P/E 为 10.2 倍，其中湖北宜化煤炭资源并表、产业链延伸具备更高成长预期；选取业务相近的港股化肥公司中化化肥，2026 年 P/E 为 5.4 倍。公司当前尿素及复合肥扩产稳步推进更具成长性，作为煤化工行业龙头具备规模优势，同时考虑到港股相较于 A 股的流动性折价，我们给予公司 2026 年 7.3 倍 P/E，流动性折价约 28%，对应目标价 10.57 港元和 26.6% 的上行空间。

图表 53：可比公司估值表

股票代码	公司名称	总市值 亿元/亿港元	收盘价 (元/港元)	每股收益 (元/港元)			市盈率			市净率	净资产收益率 (%)
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E		
600096.SH	云天化*	482.4	26.46	2.83	2.75	2.76	9.4	9.6	9.6	1.78	19.4
000422.SZ	湖北宜化*	136.9	12.59	0.74	0.86	0.92	16.9	14.6	13.7	1.84	13.1
000902.SZ	新洋丰*	150.2	11.97	1.28	1.31	1.42	9.3	9.1	8.4	1.13	13.1
002539.SZ	云图控股	119.3	9.88	0.68	1.04	1.31	14.4	9.5	7.5	1.15	12.1
002588.SZ	史丹利	92.8	8.06	0.90	1.01	1.17	9.0	7.9	6.9	1.12	14.2
A股公司均值							11.8	10.2	9.2	1.4	14.4
0297.HK	中化化肥	85.7	1.22	0.18	0.19	0.21	6.1	5.4	4.8	0.80	11.3
1866.HK	中国心连心化肥*	107.2	8.35	0.73	1.25	1.41	10.3	5.8	5.0	0.8	14.7

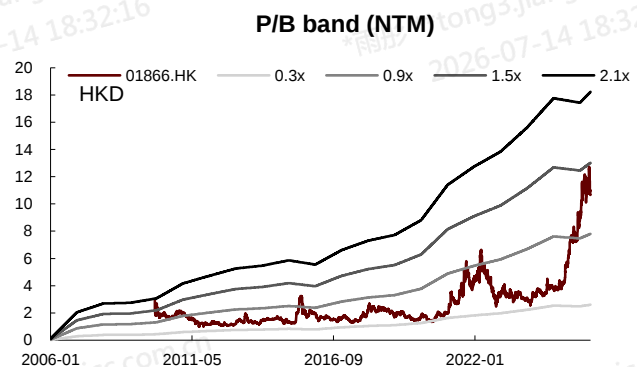
注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期；2025/26/27 港币-人民币汇率 0.90/0.86/0.85；中化化肥、中国心连心化肥股价货币为港元；基于 2026 年 7 月 13 日收盘价
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 54：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 55：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部



风险提示

产能投放进度不及预期。公司当前尿素及复合肥产能扩建项目稳步推进，但若项目扩产进度不及预期，可能导致 2026-2027 年公司业务规模扩张不及预期，影响公司业绩增长速度。

煤价大幅上涨。公司产品围绕煤化工产业链，煤为其重要生产原料，若供给短缺等原因导致动力煤价格大幅上涨，或将导致公司成本端承压，影响公司产品的利润率。

产能消化不及预期风险。2025 年国内尿素产能已达 7956 万吨，开工率约 91%，当前国内尿素行业存在供大于求风险，部分企业于能耗及尿素指标政策收紧前取得尿素产能指标，若 2026/27 年新增产能释放规模超预期或宏观环境影响导致尿素需求不足，可能导致公司新增产能消化不及预期。



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



侯一林 分析员

化工

SAC 执证编号: S0080523120003

SFC CE Ref: BSX541

yilin.hou@cicc.com.cn



裴孝锋 分析员

石油燃气化工

SAC 执证编号: S0080521010004

SFC CE Ref: BRE717

xiaofeng.qiu@cicc.com.cn



姜雨彤 联系人

化工

SAC 执证编号: S0080126050014

yutong3.jiang@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：赵静



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