

2026 年 07 月 29 日

肥化并举，成长可期

中国心连心化肥(1866. HK)

公司简介：

中国心连心化肥为国内单体煤制尿素龙头企业，新项目落地有望持续释放业绩增量，中长期成长空间清晰。

主要观点：

► 多基地布局，持续资本开支提供发展动力

公司依托河南、江西、广西、新疆四大核心生产基地完成全国性产能布局，依靠持续资本开支实现产能稳步扩张。2025 年公司尿素销量达到 391 万吨，我们预计随着广西、新疆等项目投产，2026-2028 年尿素销量稳步提升，复合肥、三聚氰胺等产品同步拓展市场。2027-2028 年主要资本开支完成前，产能持续投放驱动规模增长，资本开支落地后公司有望转向降负债、提高分红，成长与价值属性兼具。

► 行业产能扩张有限，利润中枢有望提升

国内政策由能耗双控转向碳排放双控，煤制尿素、甲醇新项目审批门槛显著抬高，行业新增供给持续受限。据卓创资讯，2025 年国内尿素产能利用率 90%，不存在严重供给过剩；国内甲醇长期存在 13%-15% 的进口依赖，海外地缘冲突易扰动进口货源供给。我们认为供给约束长期存在有望托底产品价格底部，行业盈利中枢具备上行动力。

► 一体化构筑成本壁垒，周期底部盈利任性强

公司凭借多基地洁净煤气化工艺、“一头多尾”柔性联产形成稳固成本优势，产品间景气错配能够平滑周期波动。横向对比公司尿素板块毛利率长期处于行业领先水平。分产品看，尿素作为稳定盈利基本盘，复合肥贡献持续现金流，甲醇、三聚氰胺、DMF 等品种提供盈利弹性，公司可灵活调配合成气优先生产高毛利产品。依托较强成本管控能力，在行业下行周期依然保障正向盈利；随着后续产能规模扩大带来规模效应，叠加财务费用率持续下行，公司抗风险能力进一步增强，在化工周期底部具备较强的盈利韧性。

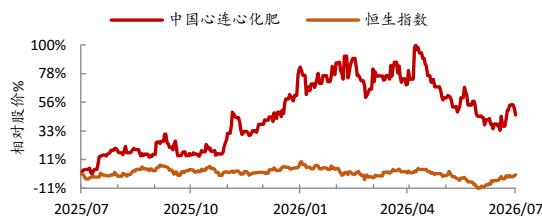
盈利预测与投资评级：

我们看好公司一体化成本优势、产能扩张及产品结构优化带来的持续发展潜力。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 298.51/342.09/384.24 亿元，同比增速依次为 17.74%/14.60%/12.32%；归母净利润分别为 15.97/19.98/26.00 亿元，同比增速 71.38%/25.11%/30.08%，对应 EPS 分别为 1.24/1.56/2.03 元，以 7 月 28 日收盘价 8.86 元港币对应的 P/E 分别为 6.15/4.91/3.78x。我们采用相对估值法，考虑到公司一体化竞争优势与中长期业绩成长性，给予中国心连心化肥 2026 年 9.0xP/E，对应目标价 12.93 港元及 46%上行空间，对应 2027/2028 年 7.2/5.5xP/E，首次覆盖给予“买入”评级。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：首次覆盖
目标价格(港元)：12.93
最新收盘价(港元)：8.86

股票代码：1866
52 周最高价/最低价(港元)：12.98/6.26
总市值(亿港元)：113.70
自由流通市值(亿港元)：113.70
自由流通股数(百万)：1,283.24



分析师：王天鹤

邮箱：wangth2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120526030001

联系电话：

风险提示

煤炭原料价格波动风险，化肥产品价格下行风险，新项目投产及进度不及预期风险，出口政策与海外需求波动风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	23128.29	25352.47	29850.82	34209.16	38423.64
YoY (%)	-1.48%	9.62%	17.74%	14.60%	12.32%
归母净利润(百万元)	1459.45	932.02	1597.34	1998.47	2599.55
YoY (%)	22.96%	-36.14%	71.38%	25.11%	30.08%
毛利率 (%)	17.00%	15.02%	16.91%	17.66%	19.07%
每股收益 (元)	1.20	0.76	1.24	1.56	2.03
ROE (%)	0.16	0.10	0.15	0.16	0.18
市盈率	2.95	10.23	6.15	4.91	3.78

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 从河南地方小氮肥厂到全国布局的大型肥化综合企业.....	5
1.1. 公司股权结构集中，确保重大战略的快速制定与稳定执行.....	5
1.2. 从河南地方小氮肥厂到肥化并举的综合型肥料龙头.....	6
2. 多基地布局，持续资本开支提供发展动力.....	7
2.1. 依托四大基地，布局多个小基地.....	7
2.2. 公司逆周期资本开支推动发展壮大.....	10
2.3. 搭建海内外营销网络，提供农化特色服务.....	11
3. 行业产能扩张有限，利润中枢有望提升.....	13
3.1. 尿素产能扩张受到严格限制，存量在建产能成稀缺资源.....	13
3.2. 双碳背景下，化工品利润中枢有望上移.....	15
4. 一体化构筑长期成本壁垒，财务结构优化强化周期盈利弹性.....	17
4.1. 多维优势叠加，打造一体化成本壁垒.....	17
4.2. 经营规模持续壮大，财务基本面稳健向好.....	18
4.3. 长期稳定分红，注重股东回报.....	20
5. 盈利预测与投资建议.....	21

图表目录

图 1 公司股权结构集中.....	5
图 2 公司主要发展历程.....	6
图 3 中国心连心化肥全国基地布局.....	7
图 4 公司逆行业周期进行资本开支.....	10
图 5 公司主要产品产能逐年扩大.....	11
图 6 公司国内收入主要来自东部及中部地区.....	11
图 7 2025 年公司海外收入大幅提升.....	11
图 8 化肥在公司收入占比高.....	12
图 9 公司尿素和复合肥销量稳步增长.....	12
图 10 尿素行业产能扩张高峰已过.....	14
图 11 2025 年下半年开始尿素出口价差扩大.....	16
图 12 2026 年受国际局势影响甲醇价格上涨.....	16
图 13 心连心国内单体尿素产能规模第一.....	17
图 14 心连心尿素毛利率处于行业领先水平.....	17
图 15 心连心主要产品毛利率.....	18
图 16 公司营收及利润呈增长趋势.....	19
图 17 公司总资产规模持续增长.....	19
图 18 公司资产负债率.....	19
图 19 心连心利润率随周期波动.....	20
图 20 心连心三项费用率控制在 10% 左右.....	20
图 21 中国心连心化肥上市以来稳定分红.....	21
图 22 历史 P/E.....	24
图 23 历史 P/B.....	24
表 1 中国心连心化肥近几年建设项目及进度.....	9
表 2 尿素行业相关政策.....	13
表 3 中国尿素供需平衡表.....	15
表 4 中国甲醇供需平衡表.....	16
表 5 国内主要生产甲醇的上市公司及规模.....	16
表 6 公司主要产品营收、销量、毛利率等数据假设.....	22

表 7 可比公司估值表	22
-------------------	----

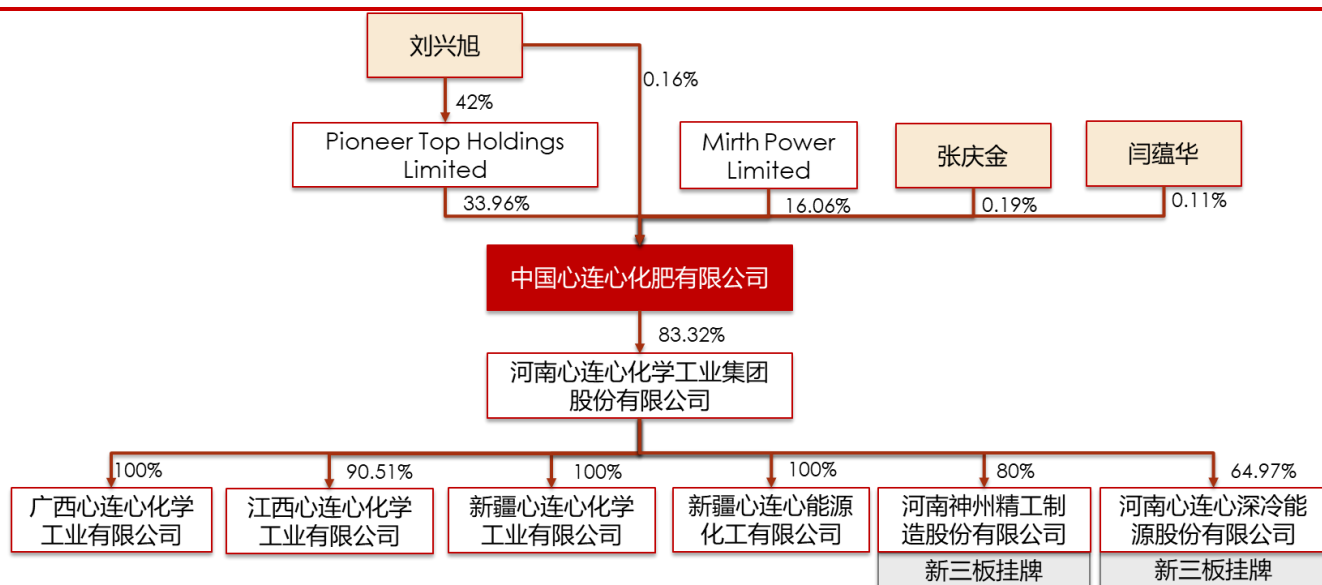
1. 从河南地方小氮肥厂到全国布局的大型肥化综合企业

中国心连心化肥有限公司（股票代码：01866.HK）是一家集研发、生产、销售、服务为一体的大型煤化工集团。公司前身始建于 1969 年，总部位于河南新乡，于 2009 年在中国香港联合交易所主板上市。公司专注于生产尿素、复合肥等化肥产品以及甲醇、三聚氰胺、DMF、聚甲醛等基础化工和精细化工产品，是中国氮肥行业的领军企业之一。

1.1. 公司股权结构集中，确保重大战略的快速制定与稳定执行

公司为民营企业，实控人为刘兴旭。中国心连心化肥有限公司的实际控制人为刘兴旭先生，作为公司董事会主席兼执行董事，直接和间接持有上市公司约 33.5% 的股份，主要负责集团的整体战略规划及业务发展，对公司发展战略具有决定性影响，保障了战略方向的稳定与延续。

图 1 公司股权结构集中



注：统计截至 2026 年 3 月 31 日，红色方块为上市公司主体，Mirth Power Limited 为公司管理层集中持股平台

资料来源：同花顺，华西证券研究所

公司治理结构清晰，管理层团队稳定且经验丰富。由中国心连心化肥有限公司控股 83.32% 的河南心连心化学工业集团股份有限公司为上市公司的主要运营主体。公司主要管理层为创始团队，公司执行董事兼总经理张庆金先生于 1987 年加盟新乡化肥总厂并曾任多个职位，执行董事兼首席财务官闫蕴华女士于 1997 年加盟新乡化肥总厂。公司管理团队具备较强的战略执行能力，能够高效落实各项经营计划，为公司稳健运营奠定基础。

持续收购核心资产少数股权、增厚归母利润。据公司年报及季报，2025 年河南心连心化学工业集团通过收购少数股东股权，将母公司持股比例提升 2.59 个百分点至 82.77%，2026 年一季度集团进一步完成对少数股东股权的收购，上市公司持股比

例从 82.77%提升至 83.32%，进一步强化了对核心业务的管控力度，有效增厚了归母净利润，进一步提升了股东价值回报。

1.2. 从河南地方小氮肥厂到肥化并举的综合型肥料龙头

中国心连心化肥前身是 1969 年河南新乡县营小型氮肥厂，早年仅年产数千吨合成氨、单一生产碳铵，经营规模弱小、产品低端。1994 年企业启动碳铵改尿素技改，完成产品迭代，2003 年完成民营改制激活经营活力，先后登陆新交所、港交所实现两地上市，同步扩建复合肥产能、布局新疆、江西、广西等异地生产基地，持续做大尿素、复合肥、缓释肥、腐植酸肥等化肥主业，逐步成长为国内单体规模领先的氮肥龙头。

在稳固化肥基本盘后，公司确立“**以肥为基、肥化并举**”战略，依托自有煤气化原料优势延伸化工产业链，陆续落地二甲醚、三聚氰胺、糠醇、DMF、聚甲醛、高纯电子特气等精细化工与新材料项目，搭建河南、新疆、江西、广西四大产业基地，打通煤炭—化肥—化工新材料一体化循环体系，通过化肥业务平滑周期波动、化工业务提升盈利弹性，目前已是集基础肥料、新型增效肥、基础化工、高端精细新材料于一体的综合型肥化企业，同时依靠持续技术迭代与全国产能布局，实现规模、成本、产业链协同多重竞争优势。

图 2 公司主要发展历程



料来源：公司公告，华西证券研究所

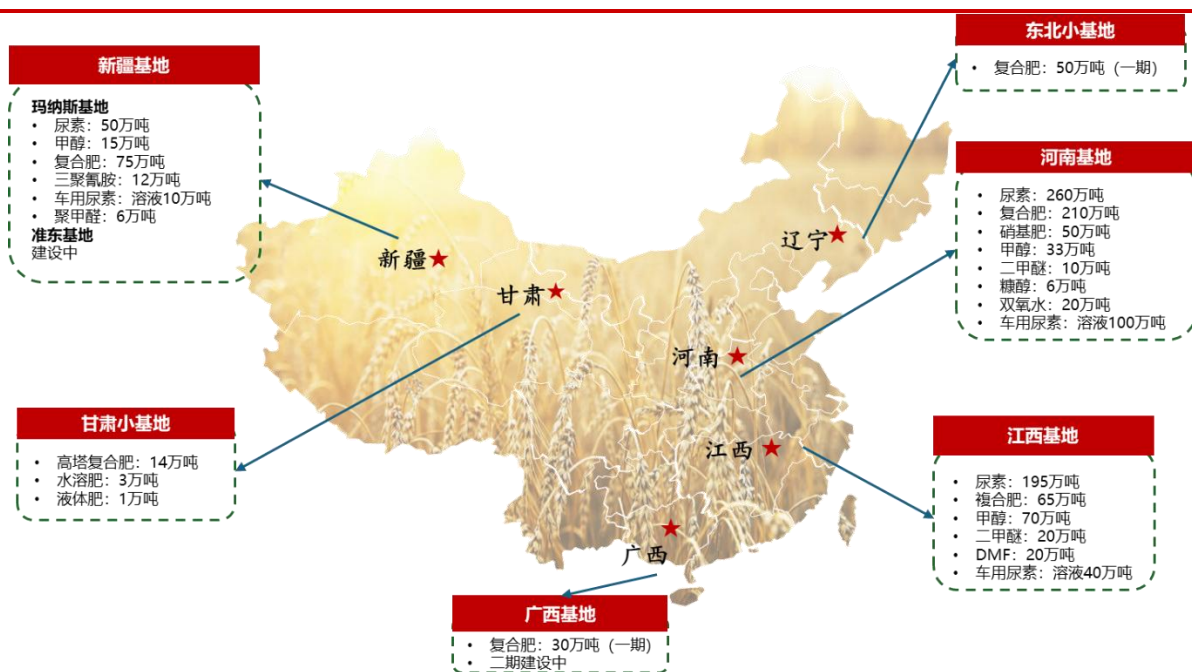
2. 多基地布局，持续资本开支提供发展动力

中国心连心化肥在国内实行多基地布局，主要区位全覆盖的发展策略：以河南为中心，西北布局玛纳斯、准东、甘肃，东北配套小型复合肥基地，华中设江西基地，西南沿海布局广西基地，全国粮食主产区均有就近产能配套。

2.1. 依托四大基地，布局多个小基地

国内区位全覆盖，4+N 格局已形成。中国心连心化肥四大主力生产基地包括河南基地、新疆基地（包括玛纳斯和准东两个板块）、江西基地、广西基地，同时配套有甘肃、东北等小型特色肥料基地。

图3 中国心连心化肥全国基地布局



资料来源：公司官网，华西证券研究所

全域产销布局，兼顾国内各地粮食产区与海外多国市场。整体产能布局以河南大本营为中心，西北依托整合后的新疆基地筑牢西北及外贸支点，华中、西南分别布局江西、广西基地覆盖国内东南、西南区域，辅以甘肃、东北小型特色基地补齐细分市场供给，全国营销网络全域覆盖，同时借助新疆、广西两大外向型基地，将产品输送至欧美、中亚、东南亚、非洲、大洋洲等 20 多个国家和地区。

河南基地作为企业总部核心大本营，是集团体量最大、产品品类最齐全的综合生产基地，可规模化产出尿素、复合肥、甲醇、二甲醚、糠醇、双氧水以及大吨位车用尿素溶液；**江西基地**布局华中、东南市场，配套尿素、复合肥、甲醇、二甲醚、DMF 与车用尿素溶液产能，就近覆盖华东、华南消费市场；**广西基地**立足西南沿海区位，一期规划复合肥产能，同步规划大型尿素-复合肥项目，依托沿海港口优势对接

东南亚海外需求；**新疆基地**整合玛纳斯成熟厂区与规划在建的准东厂区，玛纳斯厂区现已具备完善全产业链产能，涵盖尿素、甲醇、复合肥、三聚氰胺、车用尿素溶液、聚甲醛等多类产品，二者形成新疆区域产业联动，依托西北区位优势辐射国内西北市场，同时打通面向欧洲、中亚等海外区域的出口通道。除四大主力基地外，企业设有两处小型配套基地，甘肃小基地专注高端特色肥料生产，布局高塔复合肥、水溶肥、液体肥产品，适配特色种植需求，东北小基地配套复合肥产能，专门服务东北粮食主产区的用肥需求。

2.1.1. 河南基地为核心大本营，配套完善持续扩能

河南心连心相关配套及产业项目持续分阶段落地推进。据公司官网，河南基地配套有铁路专用线，并于 2020-2021 年进行了铁路改扩建工程。铁路配套项目稳定投产，同步布局尾气处理配套产业，完善厂区物流运输与环保配套，逐步完善企业生产配套体系、延伸环保相关产业板块。2020 年 9 月河南心连心化学工业集团股份有限公司采用清洁生产技术进行产业升级项目投产，随后同步实施洁净煤气化技术替代固定床煤气化技术的绿色制造项目，2021 年年底投运后，生产系统全部升级为现代煤气化工艺，煤炭转化效率由目前的 84% 提升至 99% 以上，污染物排放总量下降 60% 以上。据公司公告，公司规划总投资 103.6 亿元的化工新材料项目，1Q26 已进入试生产阶段，公司计划于 2026 投产，稳固中原核心供给能力。

2.1.2. 广西基地以复合肥打开市场，完善煤气化一体化上下游

广西心连心化学工业有限公司成立于 2023 年，是河南心连心化学工业集团股份有限公司的全资子公司，目前广西公司“年产 30 万吨复合肥项目”已投产，“绿色化工新材料项目”正处于施工建设阶段，该项目以煤为原料，采用水煤浆气化技术生产粗煤气，再经变换、净化、合成等工艺生产合成氨、尿素、双氧水、碳铵等产品，据公司公告，公司预计 2027 年三季度投产。据贵港市生态环境局，广西心连心化学工业有限公司计划投资 20 亿元建设“一头多尾柔性调节硝基产业链项目”，以绿色化工新材料项目所产的液氨为基础原料，生产浓硝酸、硝酸铵溶液、固体硝酸铵、硝酸钾、硝酸铵钙、硝铵磷以及硝基肥等产品，推进煤化工上下游一体化协同发展。

广西基地先建设中小型复合肥产线打底，再落地大型合成氨、尿素煤化工核心装置，以自产尿素配套下游缓控释肥、复合肥、化工产品的生产，构建“合成氨—尿素—复合肥/化工品”一体化化工化肥园区。

2.1.3. 新疆基地整合玛纳斯与准东厂区，发挥低成本原料优势

新疆基地整体采用玛纳斯、准东两大厂区一体两翼协同发展的战略布局，依托新疆本地煤炭资源形成梯度化、差异化的煤基化肥与精细化工产能矩阵，玛纳斯厂区作为集团落地新疆的首个成熟生产基地，2015 年完成核心煤化工装置投产，后续持续实施产业升级改造，构建出从基础合成氨、尿素延伸至复合肥、水溶肥、三聚氰胺、聚甲醛的完整短链产业体系，产品主要供给新疆本地农资市场并出口中亚、欧洲地区，据玛纳斯人民政府网站“关于新疆心连心能源化工有限公司设备更新升级改造项目产能置换的公告”，公司正推进设备更新改造项目优化现有煤化工装置运行效能。

受玛纳斯基地土地与产业拓展空间限制，集团落地准东经济技术开发区打造第二大型煤化工基地，由新疆心连心化学工业有限公司统筹开发，据项目环评批复，一期工程拟投资约 78 亿元，已于 2023 年开工，以煤为原料经气化、净化生产原料气制合成氨和尿素，尿素为中间产品，再通过尿素生产 32 万吨三聚氰胺和 50 万吨高效复合肥。据公司公告，公司预计 2026 年底前建成投产。

准东基地整体三聚氰胺、复合肥产能规模远超玛纳斯老基地，两大基地分工互补，玛纳斯基地深耕成熟化肥与中小体量精细化工品市场，准东基地依托充沛资源承载更大规模三聚氰胺、复合肥与高端尼龙新材料产能，共同构成集团面向西北、辐射中亚市场的核心产业支点，两处基地均配套完整气化、动力、储运、环保公用工程，形成煤制合成氨向下游化肥、精细新材料逐级延伸的一体化循环化工布局。

2.1.4. 江西基地上游布局已完成，下游向化工品及硝基肥延伸

江西心连心化学工业有限公司成立于 2016 年，是集团江西基地的实施主体，由河南心连心化学工业集团股份有限公司持股 90.51%，农银金融资产投资有限公司持股 9.49%。据九江市政府网站，江西心连心 2017 年开始建设大型煤化工核心项目，包括年产 60 万吨合成氨、52 万吨尿素、40 万吨二甲醚，并于 2021 年成功开车；江西公司产业链延伸项目（一期）于 2025 年 9 月顺利投入生产，达到年产 60 万吨合成氨、产出熔融尿素专供 120 万吨缓控释肥的生产规模；2026 年 2 月，江西心连心化学工业有限公司年产 10 万吨绿色甲醇示范项目已完成备案；2026 年 6 月，江西心连心化学工业有限公司氨基新材料项目环境影响评价第一次公示，建设内容及规模包括：新增 35.8 万吨/年环己酮装置、新增 40 万吨/年双氧水(35%)装置、新增 50 万吨/年硫酸装置、新增 40 万吨/年己内酰胺装置、新增 40.12 万吨/年聚合装置、新增 30698Nm³/h 氢气制取装置、新增 60 万吨/年硫铵装置、新增 36 万吨/年硝酸装置、新增 30 万吨/年硝铵装置、新增 20 万吨/年硝酸铵钙装置、新增 20 万吨/年硝铵磷装置、新增 20 万吨/年硝基复合肥装置。

表 1 中国心连心化肥近几年建设项目及进度

所属基地	项目名称	投产时间/进度	核心说明
河南基地	化工新材料一体化项目	2025 年底	一期核心气化、合成氨装置
河南基地	化工新材料一体化配套 尿素大型专案	2026 年 6 月前	依托一期合成氨装置建设
新疆基地	准东煤化工一期项目	2027 年一季度	合成氨、尿素、32 万吨三聚氰胺、50 万吨 高效复合肥。
广西基地	绿色化工新材料项目	2027 年三季度	合成氨、尿素、双氧水、碳铵一体化装置。
广西基地	一头多尾柔性调节硝基 产业链项目	2026 年 1 月环评 批复	生产浓硝酸、硝酸铵、硝基复合肥等硝基系 列产品，与新材料项目协同运行。
江西基地	江西心连心产业链延伸 项目（一期）	2025 年 9 月	60 万吨合成氨产能，熔融尿素配套 120 万 吨缓控释肥生产线。
江西基地	年产 10 万吨绿色甲醇 示范项目	2026 年 2 月完成 备案	为氨基新材料项目配套甲醇原料
江西基地	氨基新材料一体化项目	2026 年 6 月完成 环评第一次公示	环己酮、己内酰胺、双氧水、硝基肥全套装 置。

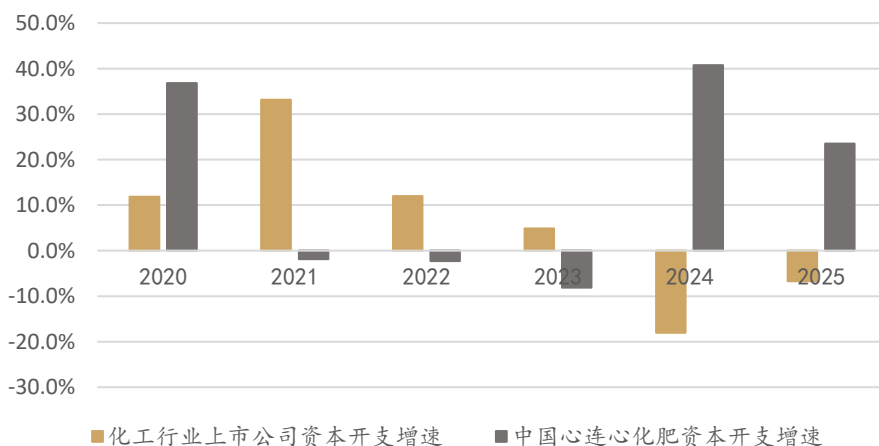
资料来源：公司官网，公司年报，华西证券研究所

2.2. 公司逆周期资本开支推动发展壮大

公司采取逆周期布局的投资策略，低成本落地规划产能。2020至2025年间，中国心连心化肥资本开支增速与化工行业整体上市公司资本开支增速走势形成显著分化，充分体现公司逆周期布局的投资策略优势。2020-2023年行业整体资本开支均为正增长，2021年为行业资本开支增速高点，2021-2023年心连心资本开支增速持续小幅回落，在行业投资热情持续降温的周期底部，公司蓄力等待扩张窗口；2024-2025年化工行业整体资本开支快速回落，行业企业普遍削减投资、暂缓扩产，心连心却逆势大幅加码，2024-2025年资本开支增速分别提高至40.7%和23.5%，抓住行业低谷期低成本拿地、设备采购、工程施工的窗口期，推进新疆准东三聚氰胺和复合肥项目、江西产业链延伸项目、广西绿色化工新材料项目等大型项目，持续落地前期规划产能，我们预计公司未来两年仍将维持较高的资本开支强度。

整体来看，行业投资行为顺周期特征明显，行情向好时集中扩产、行情下行时同步收缩，极易造成行业产能集中释放、利润承压；而心连心采用反向操作的逆周期投资模式，行业景气上行阶段主动控制资本投入，避免跟风扩张带来的成本抬升与未来产能过剩风险；行业陷入低谷、同行普遍削减资本开支时，公司集中加大投资力度，能够以更低的设备、工程、土地成本推进煤化工、精细化工新项目建设，不仅摊薄项目整体投资成本，还能在行业复苏阶段释放新增产能，抢占市场份额，长期拉开与行业同行的成本与产能优势。

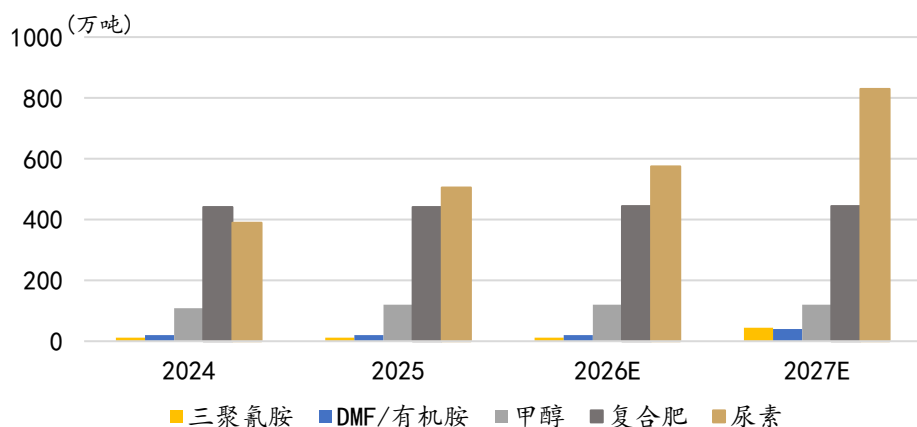
图4 公司逆行业周期进行资本开支



注：化工行业上市公司资本开支增速为494家上市公司年度资本开支合计增速，不含三桶油
资料来源：同花顺，华西证券研究所

公司各基地同步建设，尿素产能扩张幅度大。从2023年开始公司四大生产基地同步推进各自项目建设，据我们测算，从2024至2027年预测期内，中国心连心化肥的尿素产能增长节奏最为突出，2024年产能390万吨，2027年预测大幅攀升至830万吨，是全公司产能扩张幅度最大的核心产品。其他产品如DMF/有机胺和三聚氰胺等产能也有不同程度扩大。

图5 公司主要产品产能逐年扩大



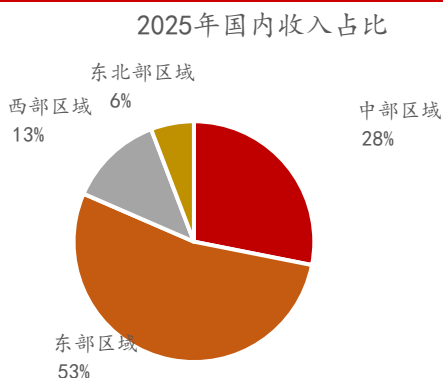
资料来源：公司公告，项目环评，华西证券研究所

2.3. 搭建海内外营销网络，提供农化特色服务

搭建国内全域渠道+全球多区域海外分销一体化销售网络。心连心的销售网络国内完整覆盖全国各粮食主产区，海外业务辐射全球三十多个国家与地区，依托四大生产基地的区位优势、跨境多式联运通道与本地化海外团队实现全球产品供应。

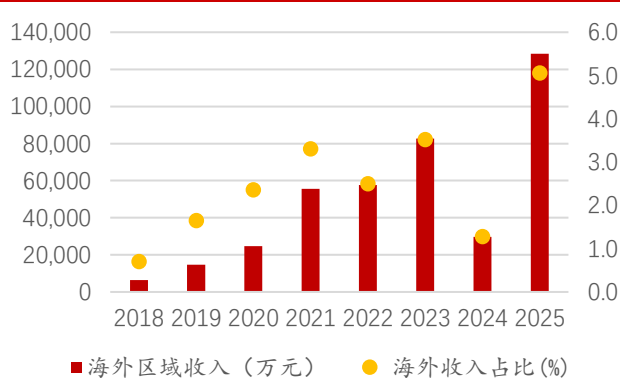
国内层面，集团成熟经销渠道覆盖全国全部省级区域，配套遍布各地的经销商网点、终端农技服务站点，依托河南、江西、广西、新疆四大主力基地就近供给国内市场，东北、甘肃小型特色肥料基地补齐区域细分肥料需求，形成就近生产、快速配送的国内产销体系。

图6 公司国内收入主要来自东部及中部地区



资料来源：同花顺，华西证券研究所

图7 2025年公司海外收入大幅提升



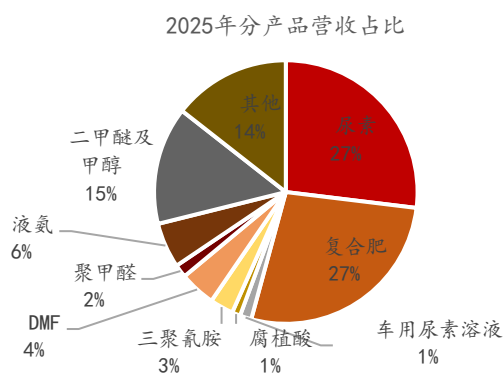
资料来源：同花顺，华西证券研究所

海外市场以东南亚为核心深耕区域，在泰国设立海外分公司与本地化销售团队，布局越南、老挝、马来西亚、印尼等国分销网点，配套榴莲、油棕等经济作物示范种

植园输出水肥一体化农技方案；借助中老泰国际班列、广西沿海港口、新疆陆路口岸构建陆海双向跨境物流通道，新疆玛纳斯、准东基地面向中亚、欧美市场陆路出口，广西基地依托海运辐射东南亚市场。

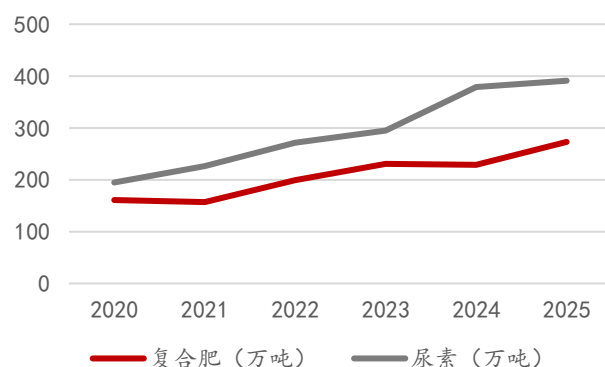
根据中国心连心化肥官网公开信息，公司多品类产品实现广泛出口，其中超高纯车用尿素产品出口欧美、日本、韩国、澳大利亚等 20 多个国家和地区；矿源腐植酸系列产品出口日本、美国、韩国、巴西、澳大利亚、南非、东南亚和欧洲等 20 多个国家和地区；三聚氰胺产品远销韩国、澳大利亚、巴西等海外市场，并依托中欧班列开辟对白俄罗斯等区域陆路出口通道。

图 8 化肥在公司收入占比高



资料来源：同花顺，华西证券研究所

图 9 公司尿素和复合肥销量稳步增长



资料来源：公司年报，华西证券研究所

复合肥走低成本、差异化路线，定位高效用肥倡导者。在心连心整体“以肥为基、高质量发展”战略框架下，复合肥作为化肥板块核心基本盘，与尿素形成产业链协同配套。公司对复合肥业务坚持“低成本+差异化”经营思路，依托自产尿素、液氨实现原料自给，采取全国大型生产基地+区域小微配肥基地相结合的布局模式；产品端减少同质化普通复合肥投放，重点发力腐植酸增效复合肥、经济作物专用肥等高附加值品类，品牌定位由高效肥倡导者升级为高效用肥倡导者。渠道端推行“两大一分共服务”营销体系，依托规模化农技服务，由产品销售向作物综合种植解决方案服务商转型。

面向国内农业市场，心连心围绕复合肥打造全周期本地化特色农技服务体系，依托全国布局的农业服务中心、智能配肥站与千人专业农技团队，推行免费上门测土建档、地块数字化建档、按需定制腐植酸、缓控释专用复合肥配方，配套田间巡田、病虫害防控、水肥一体化设备运维指导；提供“测土-配肥-种植-复盘”闭环服务，针对规模化种植大户、合作社推出农技托管服务，依靠实证化增产效果凸显复合肥差异化价值，破解传统复合肥同质化竞争难题。

针对海外多国差异化农业需求，心连心输出适配当地土壤与作物的复合肥配套农业解决方案，在泰国，心连心集团建起了水肥一体化榴莲示范园，逐步推广水肥一体化技术，助力当地高效农业发展；在老挝、马来西亚、韩国、越南等国，心连心集团绿色高效的化肥产品为当地作物提质增产作出了突出贡献。

3. 行业产能扩张有限，利润中枢有望提升

十五五期间，国内政策由“能耗双控”转向“碳排放双控”，进一步收紧化工行业供给约束。相比能耗管控，碳考核直击煤化工高碳属性，新建项目需落实碳排放减量替代，指标获取难度显著提升，存量低效老旧装置加速出清，行业新增供给持续受限。供给扩张长期受限有望托底化工品价格底部，利润中枢有望提升。

3.1. 尿素产能扩张受到严格限制，存量在建产能成稀缺资源

3.1.1. 尿素产能扩张受碳指标、能耗指标与尿素指标多重限制

国内尿素行业新增产能长期面临碳指标、能耗指标、产能置换指标多重刚性约束，行业扩张门槛持续抬升。根据国家产业政策，尿素作为“两高”重点管控行业，新建项目必须执行产能等量或减量置换，同时严格匹配区域能耗、碳排放总量指标，能效不达标老旧装置还要限期淘汰退出，新增项目落地审批难度大幅提高、建设周期显著拉长，2025 年以来新批尿素产能项目大幅减少，已获批、在建的存量产能成为行业稀缺核心资源。在此背景下，心连心提前布局河南、新疆准东、广西三大尿素新建项目，均已完成全部审批与产能置换手续，不受后续政策收紧影响，依托合规在建产能锁定中长期供给增量，在行业扩产通道收窄的格局中抢占供给端先机。

表 2 尿素行业相关政策

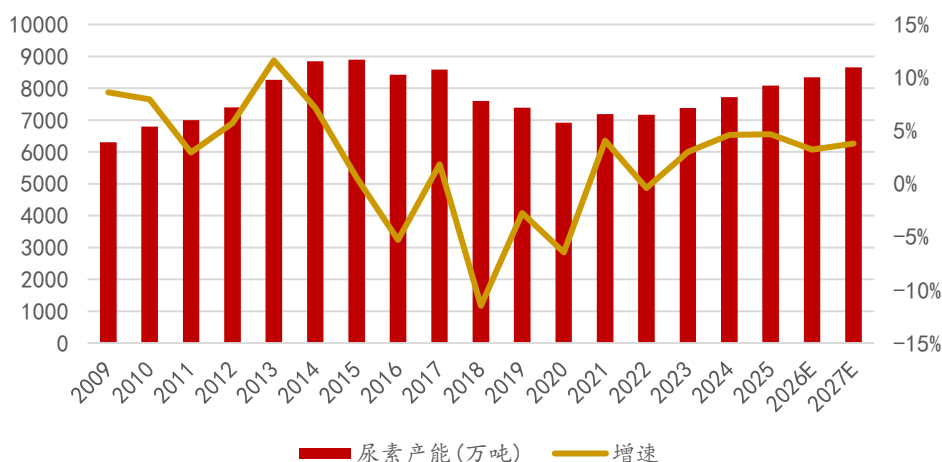
政策	发布机构	相关核心内容
《“十四五”工业绿色发展规划》（2021 年 12 月印发）	工信部	严控尿素、磷铵、电石、烧碱等行业新增产能，新建尿素项目必须执行产能等量 / 减量置换，强化能耗、环保、碳排放三重要素约束，直接将尿素划入需要遏制盲目扩张的两高过剩化工行业。
《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》的通知	国家发展改革委	文件正式将尿素单独新增纳入全国 38 大重点节能降碳“两高”领域清单，与合成氨、煤制甲醇、电石等高耗能化工品并列，强制要求各地对尿素新建、改扩建项目开展能效审核、能耗指标严格管控，从能效维度定性尿素为高耗能行业。
《2024—2025 年节能降碳行动方案》	国家发展改革委	将合成氨（尿素上游核心工序）列入石化化工行业节能降碳重点管控品类，要求 2025 年底前基准水平以下低效尿素装置淘汰退出，严控新增尿素产能投放。
《固定资产投资项目节能审查和碳排放评价办法》自 2025 年 9 月 1 日起施行	国家发展改革委	以及年综合能源消费量 10000 吨标准煤及以上的固定资产投资项，除应由国家发展改革委审查的，其节能审查由省级节能审查机关负责。国家发展改革委对重点领域年综合能源消费量 50 万吨标准煤及以上项目实施节能审查。

资料来源：国家发展改革委，工信部，华西证券研究所

3.1.1. 尿素产能增速平稳回落

我们预计尿素行业产能投放周期已步入尾声，2026-2027 年行业整体产能增速将平稳回落，企业存量合规产能的价值将持续放大。此前行业产能扩张增速相对较高的年份主要集中在 2024-2025 年，置换项目集中落地释放增量，而随着置换指标消耗殆尽、能耗空间逐步饱和，我们预计 2027 年后行业新增投产规模将大幅收缩，行业供给增量放缓将支撑尿素价格中枢稳定。心连心现有产能投放节奏错配行业周期，2026 年河南基地尿素大型专案落地、2027 年新疆准东项目和广西绿色化工项目相继投产，在建产能将在行业新增供给放缓阶段集中释放，无需再耗费高额成本竞拍稀缺置换指标，在行业供给增速下行阶段持续提升自身市场份额，充分享受行业供给格局优化带来的盈利修复红利。

图 10 尿素行业产能扩张高峰已过



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

3.1.2. 尿素出口为公司贡献利润增量

国内尿素供需基本平衡。从表 3 数据能够清晰看出尿素行业长期维持均衡格局，不存在持续性供需失衡：2018 至 2025 年国内尿素产能历经淘汰落后装置、新增合规项目呈现先降后升走势，但产能利用率从 66% 稳步抬升至 90%，跟随表观消费量同步增长，国内表观消费由 2018 年的 4781 万吨增长至 2025 年的 6753 万吨持续扩容，内需稳步消化新增产量；同时行业具备灵活出口调节机制，2020、2021、2025 年出口量分别达 545 万吨、529 万吨、489 万吨，当国内供给阶段性宽松时通过出口分流富余产能，2024 年内需大幅增长、国内供给偏紧时出口回落至 26 万吨优先保障本土需求，进口量常年维持极低水平几乎不冲击本土市场，年末库存始终保持 57-168 万吨窄幅区间合理波动，依靠产能利用率弹性、进出口双向调节与库存缓冲三重机制对冲产能与消费的阶段性错配，产能投放节奏匹配国内农业与工业需求扩张速度，行业长期供需自我调节能力充足，并未出现持续、大幅的供需失衡局面。

表 3 中国尿素供需平衡表

万吨	2020	2021	2022	2023	2024	2025
产能	6913	7193	7165	7381	7721	8080
产量	5592	5455	5652	6016	6468	7242
产能利用率	81%	76%	79%	82%	84%	90%
表观消费量	5057	5042	5427	5814	6728	6760
出口数量	545	529	283	425	26	489
进口数量	0.2	5.4	0.5	0.4	0.4	0.2

资料来源：卓创资讯，百川盈孚，华西证券研究所

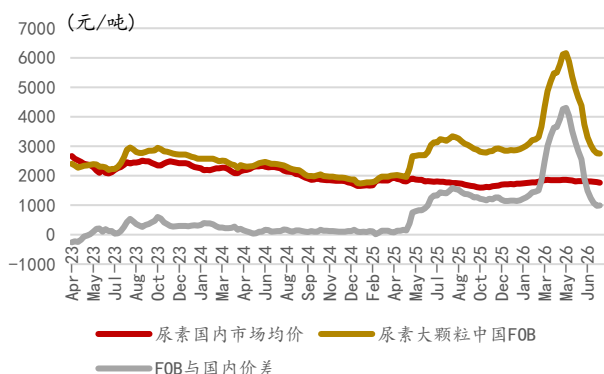
公司尿素出口配额国内领先，增厚整体盈利水平。自 2025 年下半年以来国内外尿素价差扩大，海外市场 FOB 售价大幅高于国内出厂价，出口单吨毛利大幅优于内销业务。自 2025 年中国尿素出口实行配额制，公司稳定获取尿素出口配额，随着 2025 年公司尿素出口销量同比明显增长，海外收入占比同步提升。在国内化肥淡季价格承压时，出口渠道能够消化富余尿素产能、对冲国内市场价格波动风险，形成“内销保刚需、出口提利润”的产销结构，持续增厚公司整体盈利水平。

3.2. 双碳背景下，化工品利润中枢有望上移

心连心坚持全产业链布局，核心产品依托水煤浆洁净气化、多基地低成本原料配套、柔性一头多尾生产模式，主要产品包括尿素、甲醇、二甲醚、DMF、三聚氰胺等，属于高耗能煤制品类，在碳排放双控刚性考核、两高行业从严管控的长期框架下，国内煤基化工行业供给扩张通道被持续收紧，行业盈利中枢有望迎来结构性上移，一体化低碳龙头的产品利润弹性有望放大。

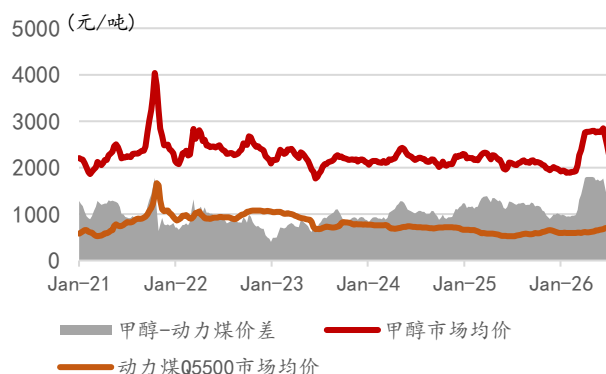
公司尿素市占率领先，利润弹性突出。尿素作为公司的拳头产品，经我们测算，心连心 2025 年的市占率约为 6.5%，到 2027 年新增项目落地后，公司的市占率有望达到 10%。心连心采用先进水煤浆工艺，单位能耗、碳排放显著优于行业基准，吨制造成本较行业平均低 10%以上，在国内价格调控的情况下公司凭借成本优势依然维持稳定盈利，经我们测算，尿素价格每上涨 100 元，在成本维持不变的条件下，公司全部项目达产后年化利润弹性有望超过 6 亿元。

图 11 2025 年下半年开始尿素出口价差扩大



资料来源：百川盈孚，华西证券研究所

图 12 2026 年受国际局势影响甲醇价格上涨



资料来源：百川盈孚，华西证券研究所

甲醇依托一体化原料自供优势，供需收紧背景下盈利修复空间充足。国内甲醇市场长期存在较高进口依赖度，据卓创资讯数据，2021-2025 年进口依赖度维持在 13%-15% 区间，海外货源供给深刻影响国内市场格局，2026 年 3 月中东地缘冲突推升国际油价，既抬高油头烯烃生产成本、提升 MTO 替代甲醇的需求，又叠加中东甲醇进口受阻的供应缺口与能源市场避险情绪，共同带动国内甲醇价格大幅冲高。甲醇作为心连心可柔性调节中间品，市场景气上行时可优先分流原料气增产，行情偏弱时转产高毛利三聚氰胺、DMF、有机胺等，产品组合灵活度大幅放大盈利弹性。

表 4 中国甲醇供需平衡表

万吨	2021	2022	2023	2024	2025
产能	9891	10171	10801	11169	11629
产量	7351	7621	7877	8434	9234
进口量	1120	1219	1455	1348	1441
出口量	39	17	15	16	29
表观消费量	8432	8823	9318	9767	10645
进口依赖度	13%	14%	15%	14%	13%
产能利用率	74%	75%	73%	76%	79%

资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

表 5 国内主要生产甲醇的上市公司及规模

证券名称	证券代码	甲醇产能（万吨/年）	备注
宝丰能源	600989. SH	1520	不外售
兖矿能源	600188. SH / 01171. HK	430	外售
华鲁恒升	600426. SH	250	不外售
中煤能源	601898. SH / 01898. HK	160	自用为主
中海石油化学	03983. HK	140	外售为主
广汇能源	600256. SH	120	外售
中国心连心化肥	01866. HK	120	外售为主
中泰化学	002092. SZ	100	外售为主

资料来源：各公司年报，百川盈孚，华西证券研究所

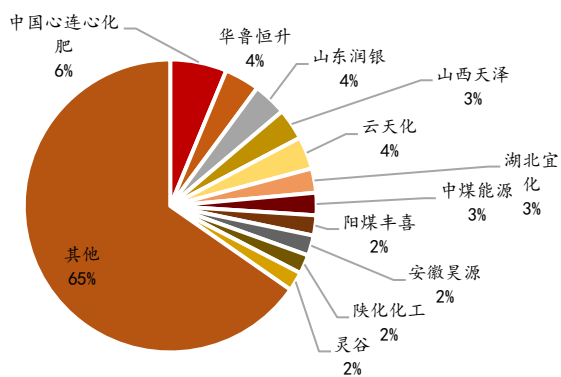
4. 一体化构筑长期成本壁垒，财务质地稳步向好

成本壁垒持续巩固，财务优化提升周期盈利弹性。依托多基地布局、洁净气化工艺与一头多尾联产模式，公司形成多层次、难以复制的一体化成本优势，能够在化工品周期波动中保持相对稳定的盈利水平；伴随着长期产能扩张落地，企业资产规模持续增长，持续优化负债结构，期间费用管控成效显著，整体财务结构不断改善。成本优势与稳健财务基本面形成双向支撑，既提升公司穿越行业下行周期的韧性，也为后续在建项目投产、产业链持续延伸提供坚实保障。

4.1. 多维优势叠加，打造一体化成本壁垒

原料端：多基地区位与煤炭低成本优势。新疆准东、玛纳斯基地煤炭来自当地，坑口煤价远低于内陆煤企，准东基地煤炭原料可以直接皮带传输输入厂，省去中间商转运、堆存溢价等运输环节成本。多基地差异化配煤工艺，高低价煤掺烧，进一步摊薄原料成本。与大中型煤矿建立战略合作关系，稳定了煤炭的供应，提高了煤炭的质量，获得了批量采购的价格优惠。

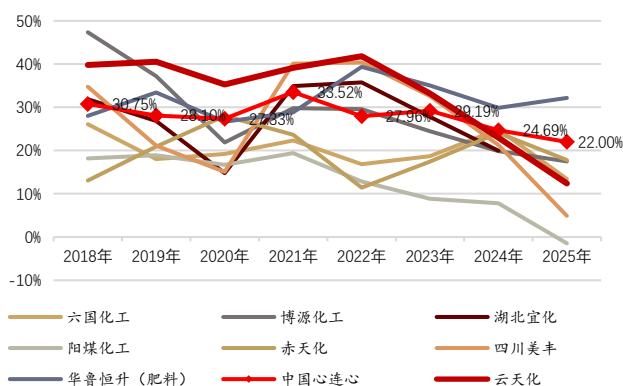
图 13 心连心国内单体尿素产能规模第一



注：统计截至 2025 年底

资料来源：百川盈孚，各公司公告，华西证券研究所

图 14 心连心尿素毛利率处于行业领先水平



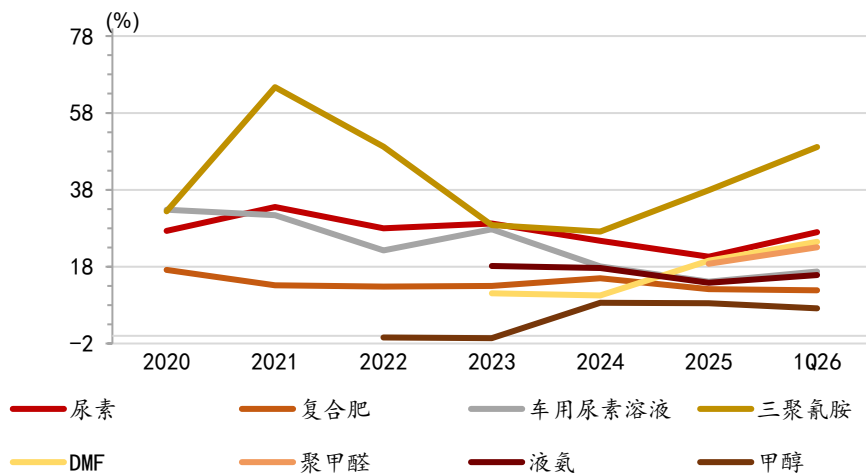
资料来源：各公司年报，华西证券研究所

工艺端：洁净水煤浆气化工工艺+高煤炭转化效率。公司全线淘汰高煤耗固定床造气，统一采用大产能多喷嘴水煤浆气化，原料煤转化效率从 84% 提升至 99% 以上，每吨尿素蒸汽消耗从 1 吨降至 600kg 以下，污染物排放总量下降 60% 以上；单套气化装置规模大（3000 吨/天级晋华炉），规模效应摊薄单位折旧、检修、人工成本；余热分级回收、热电联产，自备锅炉发电，大幅减少外购电力支出，单位产品综合能耗、标煤消耗优于行业基准。公司已连续 14 年被评为合成氨能效行业“领跑者”，单位产品能耗较行业平均水平低 16.8%。

产业链端：“一头多尾”全产业链联产柔性生产优势。心连心各品类产品毛利率呈现分化、周期错位特征，多元产品布局能够有效平滑单一品种行情波动带来的盈利冲击。一套气化合成气装置，可灵活切换生产合成氨、尿素、甲醇、三聚氰胺、DMF、聚甲醛，气化、空分、动力、污水处理等公用工程多产品分摊，不会出现单一尿素厂公用成本全额由化肥承担的情况；行情分化时动态调节产品结构：尿素价高多产尿素，

化工品景气则分流原料气转产高毛利精细化工，平滑单一产品周期亏损；自产尿素供给三聚氰胺、复合肥，省去外购原料流通溢价，内部产业链闭环降低中间交易成本。

图 15 心连心主要产品毛利率



资料来源：同花顺，华西证券研究所

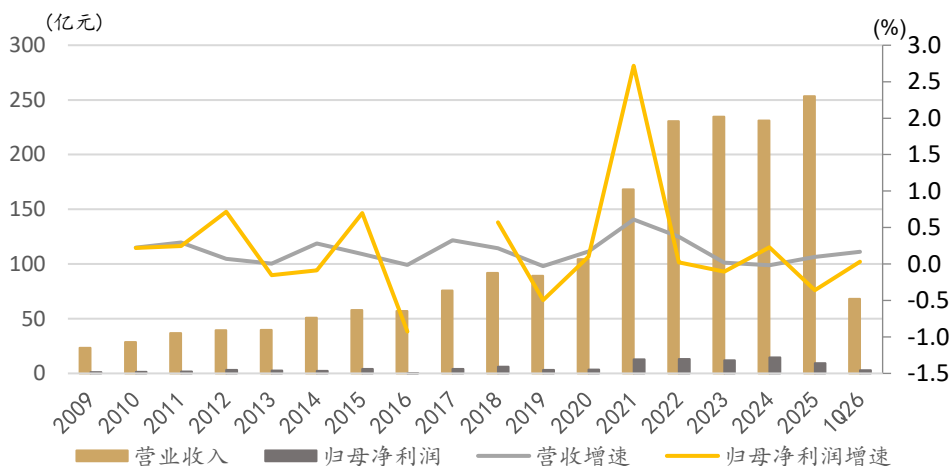
物流端：物流配套完善+内外双循环运输降本。河南基地自有铁路专用线，实现煤炭、化肥公转铁，大幅削减公路运费；新疆依托中欧班列、广西依托北部湾海运，出口物流成本优于内陆无港口企业；四大基地贴近国内核心粮食主产区，就近配送复合肥、尿素，节省终端短途物流费用。

长期低碳&规模红利：存量稀缺产能、光伏碳捕集进一步巩固成本壁垒。全厂区分布式光伏、CO₂捕集回收装置，绿电自用减少火电采购，副产品液态 CO₂ 外销创造额外收益，对冲能耗、碳成本。据公司 ESG 报告，2025 年三大基地共实施节能量合计 14,801 吨标准煤，年回收二氧化碳 150 万吨，碳减排效应相当于种植 8,000 万棵树，深冷能源自主研发双塔精馏工艺，将废弃二氧化碳制成干冰、电子级二氧化碳；在建合规尿素、化工产能充足，2026-2027 年集中释放，规模持续扩大摊薄单位折旧、管理、运维费用；提前完成产能置换、能耗/碳排放指标锁定，无需高价竞拍稀缺指标，资本开支成本更低。

4.2. 经营规模持续壮大，财务基本面稳健向好

中国心连心化肥依托多基地产能持续投放实现营业收入长期稳步扩张，但归母净利润波动较大，业绩受化工品周期价格影响较强。2009 至 2025 年公司营业收入自 23 亿元增长至 254 亿元，规模实现量级跨越，2021 年江西基地产能释放推动营收同比大增 61%，后续营收维持在 230 亿元以上的高位平台；归母净利润跟随尿素、甲醇等产品景气度大幅起伏，2021 年行业高景气度阶段利润增速达到 272%，而在产品价格下行阶段利润明显回落，营收增速与利润增速时常出现背离，体现出化肥煤化工企业鲜明的周期特征；1Q26 公司江西二期产能释放，营收继续保持增长，利润微增。我们预计随着河南、广西、新疆在建产能陆续投产，未来营收规模有望再度打开增长空间，盈利表现仍将持续依托化工品价格景气与自身一体化成本优势。

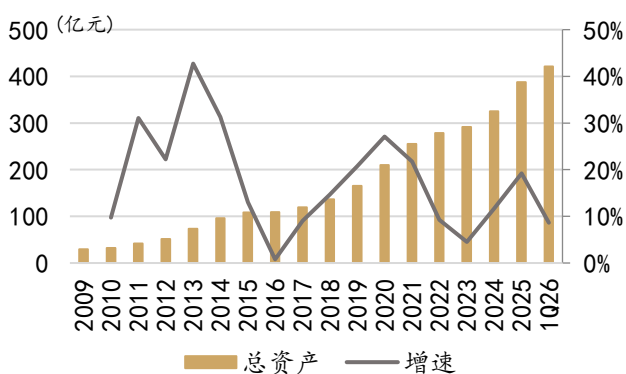
图 16 公司营收及利润呈增长趋势



资料来源：同花顺，华西证券研究所

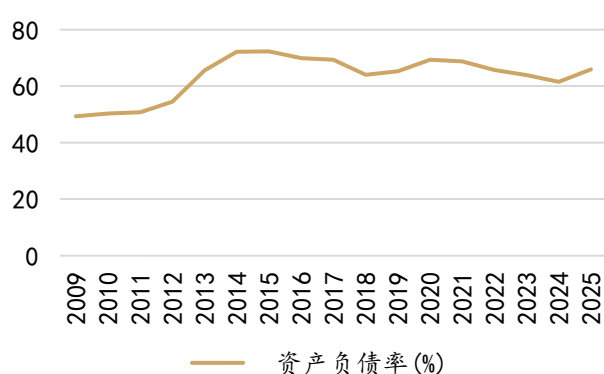
资产负债率整体处于可控区间，资本结构保持相对稳健。中国心连心持续推进多基地产能建设，带动总资产规模长期稳步扩张，2009至2025年，公司依托河南、江西、新疆、广西各大项目持续投建，总资产持续增长，资产增速随项目开工节奏呈现明显波动，项目集中建设期资产扩张速度明显抬升；资产负债率自2009年约50%水平上行，在2014-2015年达到阶段高点，随后逐步震荡回落，近年维持在60%-70%区间运行。伴随后续新疆准东、广西基地在建项目持续落地，资产规模仍将进一步扩容，但公司依靠经营现金流持续优化负债结构，中长期具备平稳压降资产负债率的空间。

图 17 公司总资产规模持续增长



资料来源：同花顺，华西证券研究所

图 18 公司资产负债率

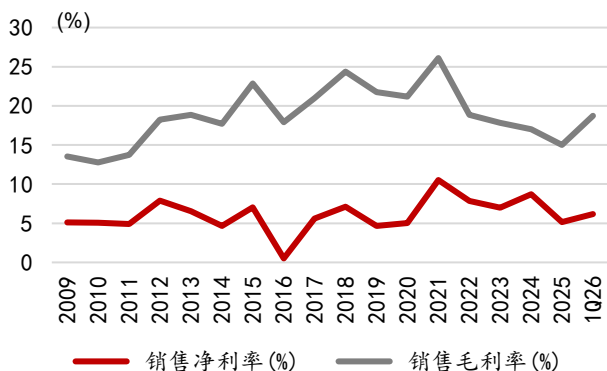


资料来源：同花顺，华西证券研究所

公司整体盈利韧性较强。中国心连心的盈利水平具备鲜明的周期波动特征，销售毛利率波动幅度大于销售净利率，2009-1Q26期间，公司销售毛利率长期维持在13%-27%的区间内起伏，受煤化工、化肥行业周期景气度影响明显，在2021年触及峰值后逐步回落，后期又出现回升态势；销售净利率走势和毛利率大体趋同，波动区间

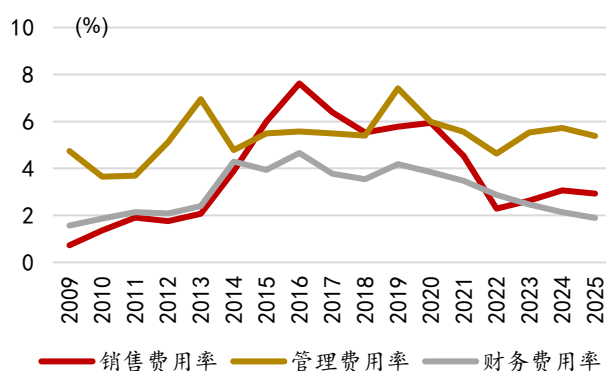
集中在 4%-10%，波动幅度更小，体现出公司依靠一体化成本管控平滑盈利波动的能力，仅在行业下行的个别年份净利率出现探底，后续能随产品行情回暖快速修复回升，长期保持正向盈利，展现出较强的经营抗周期能力。

图 19 心连心利润率随周期波动



资料来源：同花顺，华西证券研究所

图 20 心连心三项费用率控制在 10% 左右



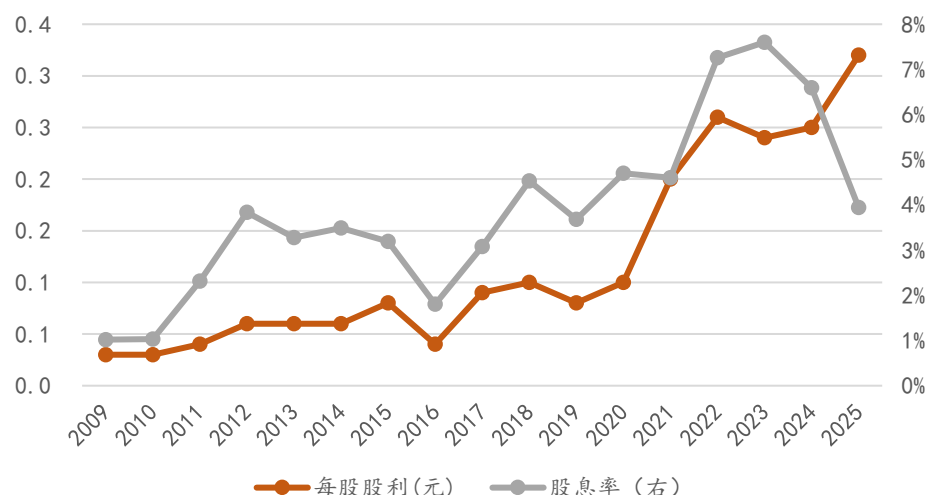
资料来源：同花顺，华西证券研究所

中国心连心期间费用率整体呈现先上行后回落、结构持续优化的趋势，各项费用率走势分化，财务费用率的变化和公司资产负债率的调控成果高度呼应。2009-2016 年公司项目集中投建扩张规模，管理费用率、财务费用率持续走高，带动期间费用率合计从 7.04% 攀升至峰值 17.86%；2016 年后随着产能陆续投产释放效益、公司优化负债结构压降资产负债率，财务费用率从最高 4.66% 震荡下降至 2025 年 1.89%；销售费用率随业务扩张阶段性抬升后，依托成熟渠道布局稳定在 2%-3% 区间；管理费用率在项目扩张冲高后保持在 5%-7% 区间小幅波动，规模效应摊薄了管理端的单位成本。整体来看，公司通过产能规模化和杠杆有序压降实现了期间费用率整体下行，近四年三项费用率合计控制在 10% 左右，费用管控能力持续增强，财务端优化成效最为突出，进一步巩固了盈利的稳定性。

4.3. 长期稳定分红，注重股东回报

公司长期坚持稳定分红，股东回报力度持续提升。2009 至 2021 年每股股利稳步抬升，2022 年后进入加速上行区间，2023 年触及历史高位，2025 年每股股利创出阶段新高，每股股利整体震荡上行，股息率随股价、盈利周期有所波动，充分体现公司常态化分红的连续性。

图 21 中国心连心化肥上市以来稳定分红



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司具备清晰可持续的股东回报规划，长期分红政策有望驱动估值修复。据公司公告，公司确立硬性分红底线，承诺每年分红比例不低于经审计归母净利润 25%且每股分红不低于 0.24 元，同时可结合实际经营情况配套多元分配方式；2025 年度公司计划每股派发 0.32 元股息，分红比例达到归母净利润的 44%，充分体现管理层对股东回报的重视。我们预计随着 2027-2028 年主要项目资本开支陆续收官，公司战略重心将转向优化债务结构、进一步提升分红水平。持续优化的分红机制不仅构筑估值安全底，也有利于吸引长线价值资金，推动公司从成长标的向高股息价值标的切换，具备可观的长期投资价值。

5. 盈利预测与投资建议

核心假设：基于公司产能投放规划与行业运行趋势，对尿素、复合肥、甲醇核心经营指标做出如下假设：尿素销量增长依托公司新建产能持续落地释放，随着新疆、广西基地装置逐步投产，销量稳步由 2025 年 391 万吨提升至 2028 年 780 万吨；复合肥依靠终端市场持续拓展实现稳健放量，同步匹配产能扩张节奏；甲醇维持小幅平稳增长态势。价格端，尿素短期维持低位运行，后续随供需格局改善逐步修复；复合肥单价保持平稳上行，波动幅度相对温和；甲醇中长期价格中枢保持稳定。盈利层面，假设各品类毛利率维持相对平稳区间，尿素毛利率随产品行情温和修复，复合肥毛利率保持小幅震荡、运行稳健，甲醇摆脱前期亏损状态后稳定维持 10% 上下水平。伴随销量持续扩张与毛利率平稳运行，三大板块销售收入有望实现持续增长，共同驱动公司整体营收规模上行。

表 6 公司主要产品营收、销量、毛利率等数据假设

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
尿素						
销售收入(百万元)	6874	7306	6832	9100	12279	15384
毛利率(%)	29	25	21	23	24	26
销售量(万吨)	295	379	391	509	654	780
不含税单价(元/吨)	2333	1928	1746	1789	1878	1972
单位成本(元/吨)	1657	1452	1379	1378	1428	1460
复合肥						
销售收入(百万元)	6130	5994	6910	8362	9290	10321
毛利率(%)	13	15	12	13	14	15
销售量(万吨)	230	229	273	300	330	363
不含税单价(元/吨)	2659	2617	2535	2789	2816	2845
单位成本(元/吨)	2314	2225	2231	2426	2422	2418
甲醇						
销售收入(百万元)	6130	5994	6910	8362	9290	10321
毛利率(%)	-1	8	9	10	10	11
销售量-含贸易(万吨)	106	110	176	200	210	212
不含税单价(元/吨)	2212	2434	2082	2200	2200	2200
单位成本(元/吨)	2226	2240	1895	1989	1969	1950

资料来源：公司公告，华西证券研究所

可比公司：我们选取的可比公司均为国内化肥及煤化工领域重点企业，业务集中于化肥生产，部分延伸精细化工品类。其中华鲁恒升为煤化工代表性企业，以煤制合成气为原料生产合成氨、甲醇、尿素、有机胺等产品；中海石油化学以气头尿素、甲醇等产品为核心，同步配套磷肥、复合肥等化肥产品；云天化主营磷肥、尿素、复合肥，是具备磷矿资源优势的磷化工龙头，具备气头及煤制尿素产能，同时布局聚甲醛、饲料、磷酸铁等精细化工品；新洋丰依托磷资源优势主营磷铵、复合肥，新洋丰还布局磷酸铁新能源材料；史丹利聚焦复合肥生产；中化化肥兼具磷肥、复合肥生产与化肥贸易业务，覆盖多品类肥料流通环节。

表 7 可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	收盘价	每股收益		市盈率		市净率	股息率(%)
				2026E	2026E	2027E	2028E	2026E	2025A
600426.SH	华鲁恒升	CNY	20.89	1.81	11.6	10.2	9.0	1.6	2.39
600096.SH	云天化	CNY	29.40	2.87	10.2	9.5	9.0	1.9	4.76
3983.HK	中海石油化学	CNY	2.11	0.31	6.6	5.9	5.2	0.4	6.09
0297.HK	中化化肥	CNY	1.27	0.19	5.6	5.1	4.6	0.6	7.39
002588.SZ	史丹利	CNY	8.64	1.01	8.5	7.4	6.5	1.2	3.65
000902.SZ	新洋丰	CNY	13.45	1.42	9.5	8.3	7.2	1.3	1.49
平均值					8.7	7.7	6.9	1.2	4.29
1866.HK	中国心连心化肥	CNY	8.86	1.24	6.2	4.8	3.6	0.9	4.18

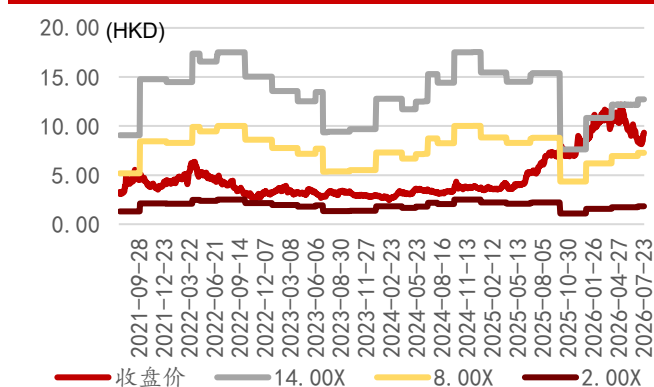
资料来源：同花顺，华西证券研究所

估值及投资建议：中国心连心化肥为国内单体煤制尿素龙头企业，公司具备完善的煤化工产业链布局，依托先进煤气化工艺及多地生产基地形成成本优势，尿素、复合肥主业经营稳健，同时持续拓展甲醇、三聚氰胺、聚甲醛等煤化工产品。公司积极推进产能扩建与产品结构优化，新项目落地有望持续释放业绩增量，中长期成长空间清晰。公司逐步形成“化肥主业稳固支撑、煤化工产品增量贡献”的业务格局，我们看好公司一体化成本优势、产能扩张及产品结构优化带来的持续发展潜力。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 298.51/342.09/384.24 亿元，同比增速依次为 17.74%/14.60%/12.32%；归母净利润分别为 15.97/19.98/26.00 亿元，同比增速 71.38%/25.11%/30.08%，对应 EPS 分别为 1.24/1.56/2.03 元，以 7 月 28 日收盘价 8.86 元港币对应的 P/E 分别为 6.15/4.91/3.78x。我们采用相对估值法，选取具备化肥、煤化工属性的同类可比公司：华鲁恒升、云天化、中海石油化学、中化化肥、史丹利、新洋丰，7 月 28 日收盘价对应 2026 年平均预测市盈率为 8.7xP/E。考虑到公司一体化竞争优势与中长期业绩成长性，给予中国心连心化肥 2026 年 9.0xP/E，对应目标价 12.93 港元及 46%上行空间，对应 2027 年 7.2xP/E、2028 年 5.5xP/E，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

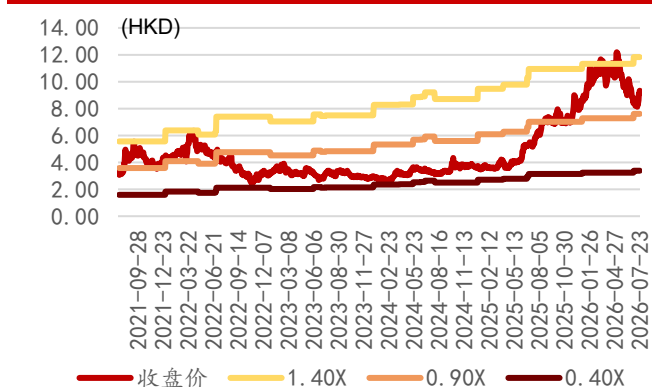
- 1. 煤炭原料价格波动风险：**公司为煤制化工企业，煤炭是核心生产成本。若煤炭价格大幅上涨，将抬升尿素、合成氨等产品生产成本，挤压产品盈利空间，削弱公司一体化成本优势。
- 2. 化肥产品价格下行风险：**尿素、复合肥价格受农业需求、行业新增产能、出口政策影响较大。若农产品景气走弱压制化肥需求，或行业供给持续增加，产品售价回落会直接影响公司营收与利润水平。
- 3. 新项目投产及进度不及预期风险：**公司持续推进产能扩建、产品升级项目，项目建设受到工程施工、设备交付、环保审批等多重因素影响，若投产延期、投资超出预算，将延缓业绩释放节奏。
- 4. 出口政策与海外需求波动风险：**国内化肥出口关税、配额政策存在调整可能，叠加全球粮食需求、海外竞品供给变化，若出口渠道受限、海外需求疲软，将影响公司外销业务盈利。
- 5. 汇率波动风险：**公司为港股上市主体，盈利报表以人民币计量、交易币种为港币，同时存在进出口业务，人民币兑港币、美元汇率大幅波动，会对港股股价、汇兑损益带来扰动。

图 22 历史 P/E



资料来源：同花顺，华西证券研究所

图 23 历史 P/B



资料来源：同花顺，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	25352.47	29850.82	34209.16	38423.64	净利润	932.02	1597.34	1998.47	2599.55
YoY (%)	9.62%	17.74%	14.60%	12.32%	折旧和摊销	1905.33	2547.91	2710.53	2760.23
营业成本	21544.46	24801.98	28169.31	31097.27	营运资金变动	-62.34	-401.76	213.40	189.95
营业税金及附加					经营活动现金流	3376.77	4234.57	5526.75	6341.71
销售费用	744.07	880.60	1009.17	1133.50	资本开支	-6020.25	-5100.00	-4100.00	-2600.00
管理费用	1363.49	1611.94	1847.29	2074.88	投资	-1.25	-105.00	-105.00	-105.00
财务费用	479.67	307.38	328.17	324.03	投资活动现金流	-5414.98	-4753.11	-3687.44	-2123.92
资产减值损失					股权募资	-27.05	0.00	0.00	0.00
投资收益	3.73	4.12	4.42	4.72	债务募资	3545.16	1500.00	900.00	900.00
营业利润	1649.01	2496.60	3114.96	4041.15	筹资活动现金流	2350.48	699.02	-44.27	-241.99
营业外收支					现金净流量	312.26	180.48	1795.05	3975.80
利润总额	1583.39	2641.10	3304.35	4298.20	主要财务指标				
所得税	280.36	422.58	528.70	687.71	成长能力				
净利润	1303.03	2218.52	2775.66	3610.49	营业收入增长率	9.62%	17.74%	14.60%	12.32%
归属于母公司净利润	932.02	1597.34	1998.47	2599.55	净利润增长率	-36.14%	71.38%	25.11%	30.08%
YoY (%)	-36.14%	71.38%	25.11%	30.08%	盈利能力				
每股收益 (元)	0.76	1.24	1.56	2.03	毛利率	15.02%	16.91%	17.66%	19.07%
资产负债表 (百万元)					净利率	3.68%	5.35%	5.84%	6.77%
货币资金	1199.48	1379.96	3175.00	7150.80	总资产收益率 ROA	2.40%	3.76%	4.28%	5.06%
预付款项					净资产收益率 ROE	9.56%	14.70%	16.30%	18.46%
存货	1958.33	2204.62	2503.94	2764.20	偿债能力				
其他流动资产	385.94	447.76	513.14	576.35	流动比率	0.62	0.66	0.78	1.03
流动资产合计	6812.64	7828.40	10540.19	15373.30	速动比率	0.41	0.43	0.56	0.81
长期股权投资	63.74	68.74	73.74	78.74	现金比率	0.11	0.12	0.24	0.48
固定资产	29067.41	31542.01	32858.65	32629.96	资产负债率	65.95%	64.80%	63.31%	61.21%
无形资产	325.28	402.76	475.60	544.06	经营效率				
非流动资产合计	31947.78	34604.87	36099.35	36044.12	总资产周转率	0.71	0.74	0.77	0.78
资产合计	38760.43	42433.27	46639.54	51417.42	每股指标 (元)				
短期借款	3419.50	3919.50	4319.50	4719.50	每股收益	0.76	1.24	1.56	2.03
应付账款及票据	3176.08	3444.72	3912.40	4319.07	每股净资产	7.59	8.47	9.56	10.97
其他流动负债	4324.81	4477.62	5131.37	5763.55	每股经营现金流	2.63	3.30	4.31	4.94
流动负债合计	10968.02	11901.54	13431.69	14878.95	每股股利	0.32	0.37	0.47	0.61
长期借款	13095.49	14095.49	14595.49	15095.49	估值分析				
其他长期负债	1500.62	1500.62	1500.62	1500.62	PE	10.23	6.15	4.91	3.78
非流动负债合计	14596.11	15596.11	16096.11	16596.11	PB	1.02	0.90	0.80	0.70
负债合计	25564.13	27497.65	29527.80	31475.06					
股本	1532.78	1532.78	1532.78	1532.78					
少数股东权益	3451.63	4072.82	4850.00	5860.94					
股东权益合计	13196.30	14935.62	17111.74	19942.36					
负债和股东权益合计	38760.43	42433.27	46639.54	51417.42					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。