



2024年08月12日

中化化肥 (297.HK)

首次覆盖

证券研究报告

化肥行业

化肥行业“国家队”，大力发展农业新质生产力

中化化肥的业务是向用户提供化肥产品和农化服务。按照规模计算，中化化肥是中国大型化肥进口商，拥有超过30年的化肥国际贸易经验和国际贸易关系。是中国领先的化肥分销商，拥有庞大的分销服务网络，农业县覆盖2200个、农业乡镇覆盖1.8万个、乡镇门店4万多家，覆盖中国95%农业耕地的分销服务网络和仓储物流网络。近年来，中化化肥聚焦生物肥料，依托中国中化和先正达集团的雄厚实力和科技资源，研发并推出新一代生物+系列产品，目标成为生物肥料和土壤健康的创新引领者。我们看好中化化肥强大的央企背景，化肥研、采、产、销一体化持续贡献良好收益和稳定的现金流。生物肥作为新兴业务，发展空间巨大。我们给予中化化肥目标价1.40港元，对应2024财年预测PE倍数10.8倍，距离现价有52%上升空间，首次评级买入。

报告摘要

化肥行业中的“国家队”。中化化肥在国际化肥市场上具有重要影响力，是国际肥料工业协会（IFA）会员单位、国际植物营养研究所（IPNI）全球17家理事单位之一。中化化肥是中国中化集团执行化肥保供稳价、保障粮食安全的重要产业平台，是国家钾肥储备主要承担者之一，化肥减量增效联盟牵头单位。公司的基础业务是负责采购及销售国际的钾肥、磷肥、高端复合肥、氮肥等，在23年收入占比52%，这是中化化肥发展的基石，持续贡献良好收益和稳定的现金流。

大力发展农业新质生产力，生物农业业绩占比提升。近年来，中化化肥组建专家团队建立联合实验室，积极推动农用生物技术创新，拥有齐全的大量元素、中微量元素肥料、专用肥、缓控释肥、生物肥等新型肥料的研究和生产能力。2023年中化化肥发布“生物+”战略，将围绕养分高效、生物肥料和土壤健康三个层面逐步推动生物农业的发展，目标转型成为生物肥料和土壤健康的创新引领者。该业务作为中化化肥的成长业务，在收入占比36%，是未来发展的重心，驱动业绩增长。

投资建议。我们看好中化化肥强大的央企背景，化肥研、采、产、销一体化持续贡献良好收益和稳定的现金流。生物肥作为新兴业务，发展空间巨大。我们预测中化化肥2024-2026财年的营业收入达到228.8/239.5/250.3亿元，同比提升5%/5%/5%，归母净利润8.4/9.2/10.1亿，同比增长34%/10%/10%。我们给予中化化肥目标价1.40港元，对应2024财年预测PE倍数10.8倍，距离现价有52%上升空间，首次评级买入。

风险提示：行业竞争加剧；价格不及预期；

31/12 年结；百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	23,003	21,728	22,877	23,950	25,034
增长率(%)	2%	-6%	5%	5%	5%
归母净利润	1,117	626	835	915	1,008
增长率(%)	29%	-44%	34%	10%	10%
毛利率(%)	11%	10%	11%	11%	11%
净利率(%)	5%	3%	4%	4%	4%
每股收益(元)	0.16	0.09	0.12	0.13	0.14
每股净资产(元)	1.39	1.41	1.50	1.59	1.70
市盈率	5.3	9.5	7.1	6.5	5.9
市净率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
净资产收益率(%)	12%	3%	4%	5%	5%
股息收益率(%)	6%	4%	5%	5%	6%

数据来源：公司资料，安信国际预测

投资评级： 买入

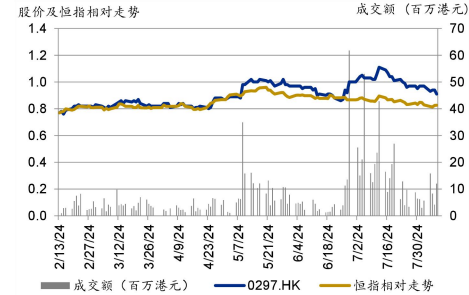
目标价格： 1.40 港元

现价(2024-08-09): 0.92 港元

总市值(百万港元)	6,392.25
H股市值(百万港元)	6,392.25
总股本(百万股)	7,024.46
H股股本(百万股)	7,024.46
12个月低/高(港元)	0.7/1.1
平均成交(百万港元)	11.45

股东结构	
先正达集团	52.7%
其他	47.3%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-8.04	6.79	6.02
绝对收益	-11.65	-2.09	-5.93

数据来源：彭博、港交所、公司

王强

分析师

+852 22131422

jimmywang@eif.com.hk

公司简介

主营业务

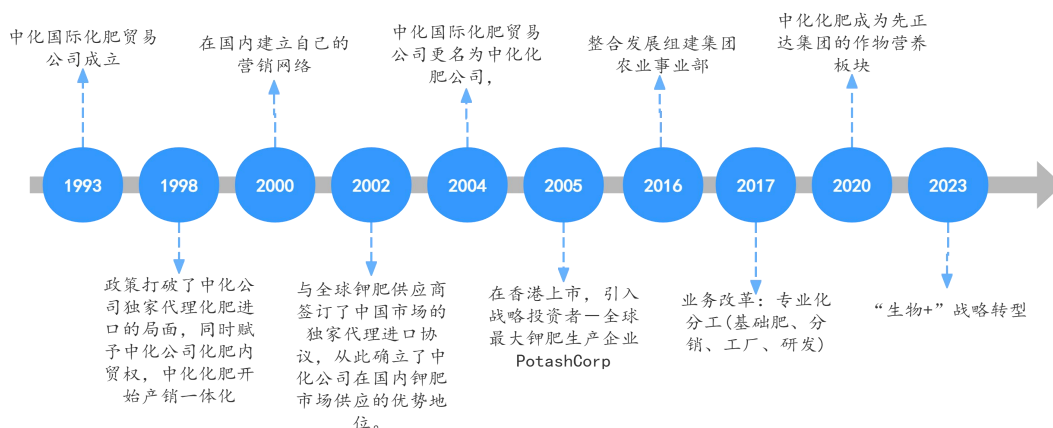
中国化肥行业中的“国家队”。中化化肥控股有限公司简称中化化肥，业务是向用户提供化肥产品和农化服务。中化化肥在国际化肥市场上具有重要影响力，是国际肥料工业协会（IFA）会员单位、国际植物营养研究所（IPNI）全球 17 家理事单位之一。中化化肥是中国中化执行化肥保供稳价、保障粮食安全的重要产业平台，是国家钾肥储备主要承担者之一，化肥减量增效联盟牵头单位。按照规模计算，中化化肥是中国大型化肥进口商，拥有超过 30 年的化肥国际贸易经验和国际贸易关系，是中国进口化肥的主渠道，为保障国内紧缺化肥资源供应、调剂余缺发挥骨干和建设性作用。是中国领先的化肥分销商，在中国主要的农业省、农业县拥有庞大的分销服务网络，农业县覆盖 2200 个、农业乡镇覆盖 18000 个、乡镇门店 4 万多家，覆盖中国 95% 农业耕地的分销服务网络和仓储物流网络。

近年来，中化化肥依托中国中化和先正达集团的雄厚实力和科技资源，组建专家团队投入 2 亿元建立临沂研发中心。实验室完全按照欧盟相关标准建设。在研发大楼内，设有专业的作物营养研发实验室，先进的肥料、土壤、作物检测室，以及可用于肥效验证的人工气候室。积极推动农用生物技术创新，拥有齐全的大量元素、中微量元素肥料以及专用肥、缓控释肥、生物肥等新型肥料的研发、生产能力。2023 年中化化肥发布“生物+”和“厚圃”土壤健康战略，开始转型成为生物肥料和土壤健康的创新引领者。

发展历程

发展历史悠久，与中国化肥行业共同成长。中化化肥成立于 1993 年，经国家工商管理总局批准，中化公司成立专门从事中国化肥进口独家代理业务的全资子公司——中化国际化肥贸易公司。在 1998 年，国务院发布《国务院关于深化化肥流通体制改革的通知》，打破了中化公司独家代理化肥进口的局面，同时赋予中化公司化肥内贸权，从此中化化肥业务进入一个全新的发展阶段，走上了产销一体化发展的道路。2000 年，开始在国内建立自己的营销网络。2001 年，公司与云南三环、美国嘉吉、烟台农资合作，成立了国内第一家合资化肥生产企业——云南三环中化嘉吉化肥有限公司，年产 60 万吨磷酸二铵。2002 年公司抓住中国加入 WTO 后取消钾肥进口配额的有利时机，与全球钾肥供应商签订了中国市场的独家代理进口协议，从此确立了中化公司在国内钾肥市场供应的优势地位。2004 年，公司先后投资的化肥生产企业达 7 家，并初步建成了覆盖全国 15 个主要农业省份的营销服务体系。经国家工商行政管理总局批准，中化国际化肥贸易公司更名为中化化肥公司。2005 年中化化肥在香港上市，引入了战略投资者——全球最大钾肥生产企业 PotashCorp。2017 年公司进行业务改革，将专业化分工为基础肥、分销、工厂、研发。2020 年中化化肥成为先正达集团的作物营养板块。2023 年，开始“生物+”战略转型。

图 1：中化化肥发展历程



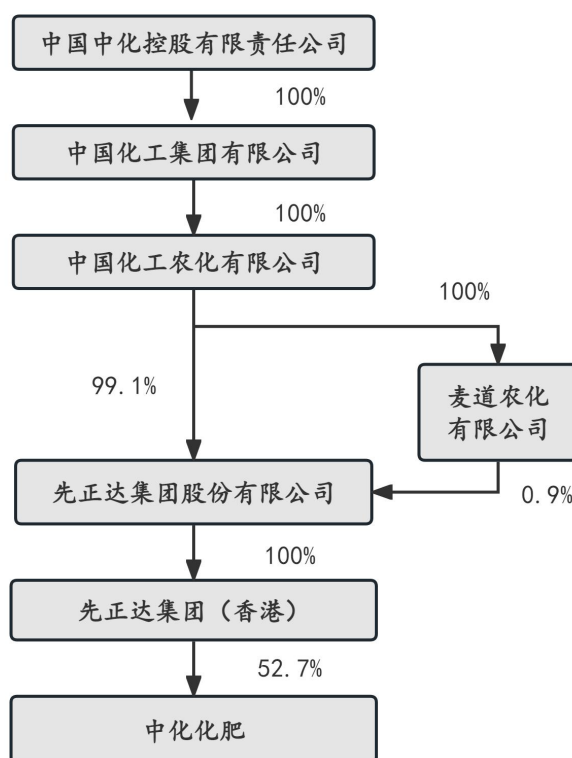
资料来源：公司官网，安信国际整理

股权结构

强大的股东背景。中化化肥的母公司为中国中化控股有限责任公司，是由中国中化集团有限公司与中国化工集团有限公司联合重组而成，于2021年5月8日正式揭牌成立，为国务院国资委监管的国有重要骨干企业。业务范围覆盖生命科学、材料科学、石油化工、环境科学、橡胶轮胎、机械装备、城市运营、产业金融等八大领域，是全球规模领先的综合性化工企业。旗下拥有扬农化工（600486.SH）、安道麦（000553.SZ）、安迪苏（600299.SH）、中化国际（600500.SH）、鲁西化工（000830.SZ）、昊华科技（600378.SH）、埃肯（ELK.OL）、倍耐力（PIRC.MI）、中国金茂（00817.HK）等16家境内外上市公司，在全球超过150个国家和地区拥有生产基地和研发设施，以及完善的营销网络体系。截至2022年底，中国中化总资产超过1.5万亿元，全年营业收入超过1.1万亿元，位列2023年《财富》世界500强榜单第38位，化学品行业榜单第一位。

在2017年，中国化工完成对先正达的收购。2019年，先正达集团注册成立。在新架构下，先正达集团由先正达植保、先正达种子、先正达集团中国和安道麦四个业务单元构成，旗下有安道麦A（000553.SZ）、中化化肥（00297.HK）、扬农化工（600486.SH）、荃银高科（300087.SZ）等上市公司，以及中国种子集团、三北种业等众多相关企业。先正达集团持股中化化肥52.7%股份，中化化肥是先正达集团的作物营养板块。

图 2：股权结构



资料来源：年报，安信国际整理

管理层介绍

中化化肥拥有一支实力强大、积极进取的管理团队，对化肥行业拥有丰富经验和深入了解。苏赋先生为中化化肥的非执行董事、董事会主席、战略委员会主席。苏先生具备多年领导企业发展的经验，深谙国际化商业运作规则，熟悉化工行业产业链以及竞争格局，具有良好的战略判断、决策能力和商业运作能力，丰富的投资并购和行业整合能力。王铁林先生为公司执行董事、首席执行官、企业管治委员会主席，战略委员会委员。王先生毕业于清华大学，获得机械设计制造专业学士学位和机械学专业硕士学位。王先生曾担任清华大学教师，并曾供职于中国工业机械进出口公司、中机国际招标公司。2002年11月加入中化集团后，王先生曾任中国对外经济贸易信托有限公司总经理助理，诺安基金管理有限公司副总经理，中化国际招标有限责任公司董事长、总经理，中化集团农业事业部党委副书记、副总裁，先正达集团中国党委副书记、首席沟通官等职务，期间，王先生曾于2006年5月至2012年8月任中化化肥副总经理。2024年5月起，王先生任先正达集团中国副总裁。王铁林先生具备多年的领导企业发展的经验，具有良好的战略洞察、国际合作、组织发展及资源整合能力，在机械进出口、金融、农业等领域有近30年的复合从业经验。

此外，其他高级管理层拥有丰富的化肥行业经验，拥有二十多年管理与运营经验。管理团队对中国化肥行业的趋势、上游供应链的动向，以及下游客户的需求有着深刻的理解和敏锐的洞察力。管理团队密切合作，共同制定业务与发展战略。

图 3：管理层介绍

姓名	年龄	职位
苏斌	49	非执行董事、董事会主席、战略委员会主席
王铁林	57	执行董事、首席执行官、企业管治委员会主席
王凌	49	执行董事、企业管治委员会委员、首席财务官
陈胜男	45	执行董事、副总经理
王芳	51	副总经理
石广柱	41	副总经理

资料来源：年报，安信国际整理

业务介绍

主营业务为基础业务、成长业务和生产业务。基础业务负责采购及销售国际的钾肥、磷肥复合肥、氮肥等；成长业务为新兴业务，未来发展的重点，主要是生产和销售生物复合肥料、特种肥料、植保及种子等农业新质生产力；生产业务指中化化肥生产的磷肥、饲料、复合肥等产品。

图 4：业务介绍

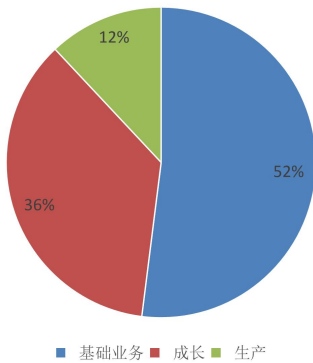


资料来源：年报，安信国际整理

2023年中化化肥的基础业务收入113亿，同比下降13%，占收入比重52%。成长业务收入78亿，同比增长6%，占收入比重36%。生产业务收入25亿，同比下降1%，占收入比重12%。

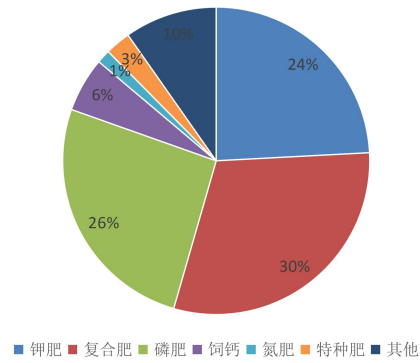
按照产品种类划分，2023年收入中占比最大是复合肥，占比30%，收入达到66亿，同比增长2%。磷肥占比第二，为26%，收入达到56亿，同比下降2%。钾肥占比第三为24%，收入达到53亿，同比增长30%。其他产品还包括饲料、氮肥、特种肥等占比相对较小。钾肥在收入中占比大，主要因为乌俄战争影响全球钾肥价格与供应，中化化肥作为钾肥国家储备主要承储单位之一，掌握进口钾肥谈判话语权，承担重大的社会责任。23年氮肥产品收入为3亿，同比下降90%，因为氮肥产品利润率低，公司对氮肥业务进行整合与调整。特种肥收入6亿，同比增长48%，受益于生物+战略，公司特种肥的产品增多，销量增加。

图 5：业务收入结构



资料来源：年报，安信国际整理

图 6：产品收入结构



资料来源：年报，安信国际整理

基础业务是重要基石，进口氮肥、磷肥、钾肥、高端复合肥等产品。中化化肥拥有超过30年的化肥国际贸易经验和国际贸易关系网络实力。中化化肥是中国中化执行化肥保供稳价、保障粮食安全的重要产业平台。中化化肥作为钾肥国家储备主要承储单位之一，多年来持续支持国内钾肥资源有序开发，共同支撑提升进口钾肥谈判话语权。

中化化肥与多家国际主要钾肥供应商保持长期战略合作，并同约旦 APC、加拿大 Canpotex 签订了独家代理协议。全球优质钾肥通过中化源源不断地进入中国市场，服务于中国农业。我们认为这是中化化肥发展的重要基石。

成长业务是未来发展重点，坚定转型为生物肥料企业。近年来，中化化肥依托中国中化和先正达集团的雄厚实力和科技资源，组建专家团队投入2亿元建立临沂研发中心。实验室完全按照欧盟相关标准建设。在研发大楼内，设有专业的作物营养研发实验室，先进的肥料、土壤、作物检测室，以及可用于肥效验证的人工气候室。与此同时，研发中心还建设了玻璃温室、微区、小区、大田实验区，以及肥料生产中小试试验区，具备作物营养技术和产品的研发、生产、验证的全流程研发能力。公司积极推动农用生物技术创新，荣获2023年度中国中化2项科技进步奖和3项专利奖。聚焦“养分利用(NU-Tec)、提质抗逆(IOSR-Tec)、促进生长(GP-Tec)和土壤健康(SH-Tec)”四大农用生物技术领域，打造一流的研发和产业化通道，引领产业升级；构建养分高效、生物制剂、土壤健康三大产品体系，萃取自然中的潜力因子，推出新一代生物+系列产品，应用于作物生长，提升作物生长活力，助力农民增产增收，保障国家粮食安全和农业生态平衡。如美麟美、麟葆源于中化化肥与中国农科院共同开发的磷增效技术，聚焦解决磷易固定、难吸收、利用率低问题。蓝麟冠无双是解决高端经作抗逆、提质问题的全水溶复合肥料，集成先正达生物激活剂“冠无双”与先正达集团中国自主研发 DMPP 专利技术，实现养分与增效、缓释有机结合。

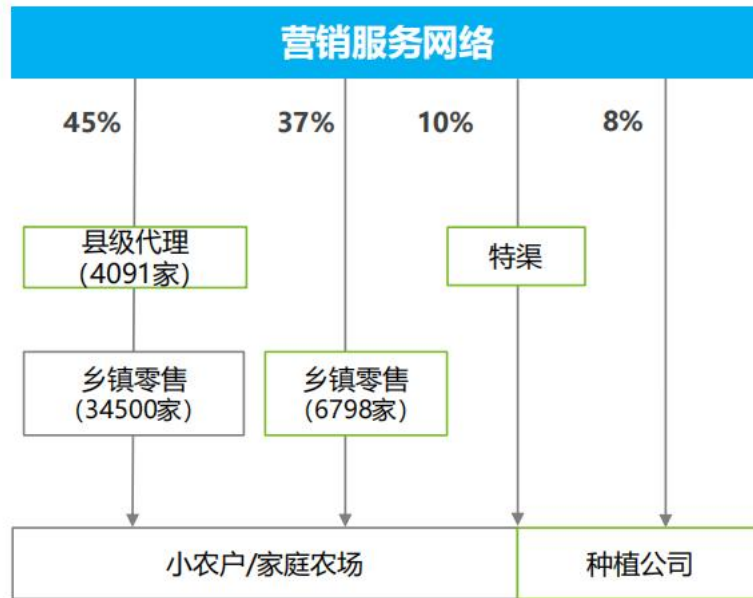
2023年中化化肥发布“生物+”和“厚圃”土壤健康战略，“生物+”战略将围绕养分高效、生物肥料和土壤健康三个层面逐步推动生物农业的发展。生物肥料在提高养分利用率、促进土壤健康、降碳减排和提升作物产量品质上都能发挥重要作用。“厚圃”土壤健康战略，通过实施构建土壤健康评价指标体系、共建土壤健康研发与成果转化平台、逐步完善土壤健康产品和技术体系、创新土壤健康服务渠道、打造线上线下服务相结合的服务平台和开放式的土壤健康生态圈五项战略举措。

生产业务稳健发展。目前中化化肥有三大生产基地，分别是中化涪陵、中化云龙和中化长山。中化涪陵是领先的高端磷复肥产业基地年产能40万吨磷酸盐、20万吨合成氨，20万吨复合肥。中化云龙拥有2亿吨磷矿矿山开采、饲料钙生产、销售全产业链饲料钙年产能30万吨。中化长山是吉林省领先的氮肥企业，拥有产能18万吨合成氨，30万吨尿素，25万吨复合肥，3000吨精吗啉，副产液氨、液氮、液氧、液体二氧化碳、氢气及医用氧。

庞大的销售网络是核心竞争优势。中国领先的化肥分销商，在中国主要的农业省、农业县拥有庞大的分销服务网络，农业县覆盖 2200 个、农业乡镇覆盖 18000 个、乡镇门店 4 万多家，覆盖中国 95% 农业耕地的分销服务网络和仓储物流网络。

中化化肥重视对广大农户的服务，每年有一千多名业务和技术人员深入田间地头，开展示范观摩、技术培训等技术推广活动，拉动终端市场零售商和种植户需求，打通推广服务触达种植户的“最后一公里”。

图 7：销售网络

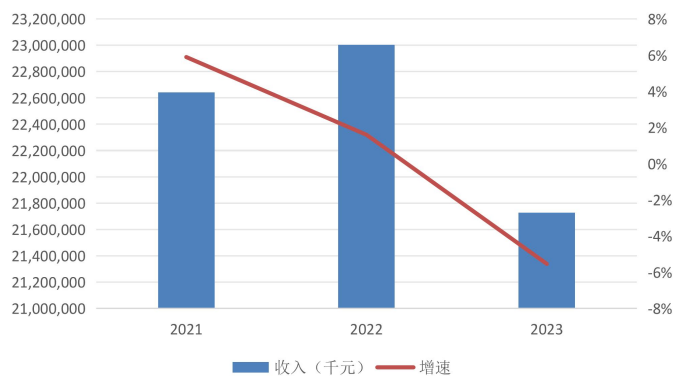


资料来源：年报，安信国际整理

财务情况

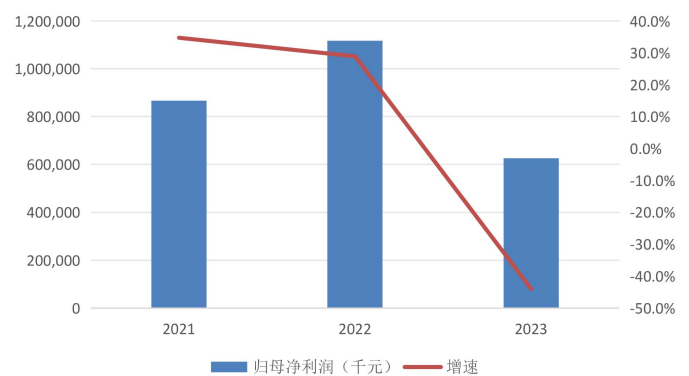
23 年收入与净利润下滑。从 2021-2023 年，公司的收入分别达到 226.4/230.0/217.3 亿，同比增速为 6%/2%-6%，归母净利润达到 9.3/11.4/6.1 亿，同比增速为 35%/29/-44%。2023 年公司收入与净利润下降，且净利润跌幅远大于收入跌幅。主要因为 2023 年中化化肥的联营公司阳煤平原因政策性关停，计提于联营公司权益减值及财务担保合同信用减值损失合计人民币 5.2 亿元，如果扣除该事项影响，综合净利润为 12.1 亿元，同比增长 7.3%。

图 8：营业收入



资料来源：年报，安信国际整理

图 9：净利润



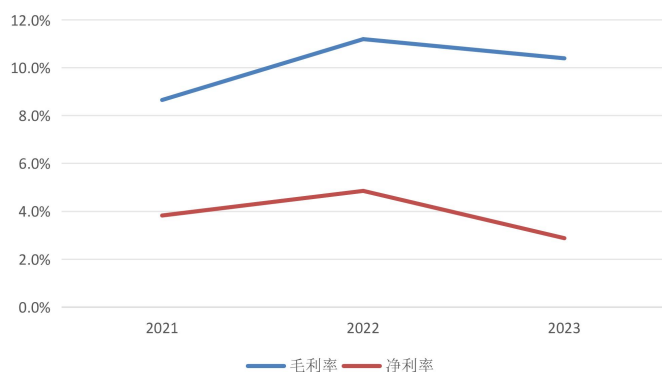
资料来源：年报，安信国际整理

盈利能力在提升。从 2021-2023 年，公司的毛利率分别达到 8.7%/11.2%/10.4%，净利率达到 3.8%/4.9%/2.9%。公司毛利率改善是因为销量结构优化，利润率低的氮肥销量

减少，利润率高的生物肥销量增加。22年是公司盈利的最高点，这是因为乌俄战争导致全球化肥价格大涨，提升企业利润率。

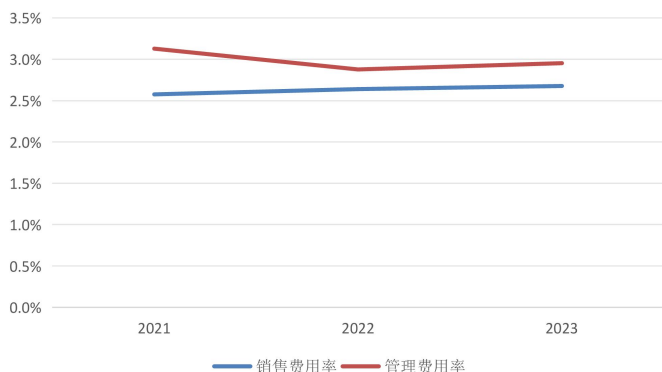
费用率较为稳定。从2021-2023年，公司的销售费用率分别达到2.6%/2.6%/2.7%，管理费用率分别达到3.1%/2.9%/3.0%。费用率较为稳定。

图 10: 盈利能力



资料来源: 年报, 安信国际整理

图 11: 费用率



资料来源: 年报, 安信国际整理

行业概况

化肥行业

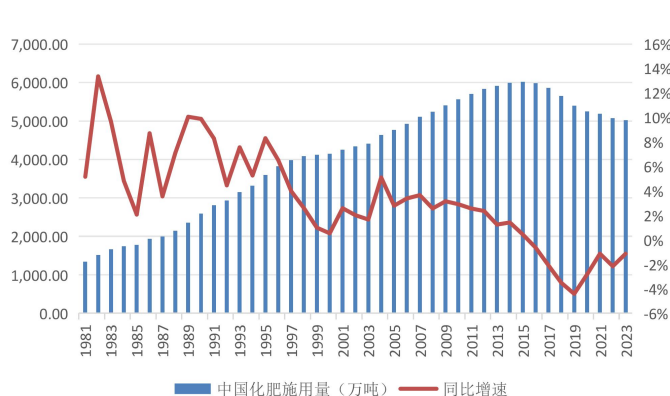
化肥是粮食的“粮食”。化肥是用化学和物理方法制成的含有一种或几种农作物生长需要的营养元素的肥料。化肥包括氮肥、磷肥、钾肥、复合肥料等。化肥是粮食的“粮食”，与国家粮食安全息息相关。化肥主要运用于下游农作物种植，施肥不仅能提高土壤肥力，而且也是提高作物单位面积产量的重要措施。

我国的化肥施用量可以分为两个阶段，2015年就是分水岭。2015年，中国成为全球化肥用量最高的国家，是全球平均用量的3.4倍。与发达国家相比，我国化肥使用存在着过量施用、盲目施用等问题，造成农业面源污染，影响农产品质量安全，不利于农业的可持续发展。我国化肥的施用量于2015年达到最高点6023万吨，之后逐年下降，到2023年我国化肥施用量下降到5023万吨。化肥施用总量下降主要是国家政策引导所致，化肥零增长是推进农业转型升级的重大措施。化肥行业总量下降是长期趋势，减量增效成为行业发展方向。中国农业需要高效的肥料，提升肥料利用率，政策上一直鼓励发展及使用新型肥料。

中短期看，化肥价格、产量与粮价密切相关。农业是化肥的主要下游，农作物尤其是粮食的价格变化会对化肥需求产生影响，粮价上涨会提高农民种粮积极性，扩大粮食种植面积，提升化肥需求量。主粮价格历经3年高价，2023年底开始回落，2024年，小麦、玉米、稻米等粮食的价格继续下跌，但仍处在历史较高位置。我们认为随着经济复苏，经作价格有望回温。

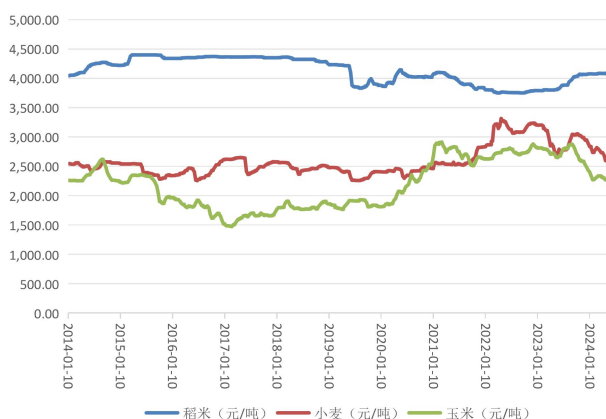
长远来看，从粮食安全出发，相信未来我国农业发展会稳中有升，对化肥需求有强力支撑。

图 12: 中国化肥施用量



资料来源: wind, 安信国际整理

图 13: 粮食价格



资料来源: wind, 安信国际整理

政策鼓励发展高效肥。20世纪70-80年代,我国开始大规模施用化肥,最初普遍施用单质肥,随着施肥技术和施肥观念的进步,复合肥料开始逐渐替代单质肥。化肥的施用保证了我国粮食的稳产增产,但多年来存在的化肥过量施用问题,也导致了资源浪费和环境污染。从2015年开始一系列政策出台,进行供给侧改革以应对化肥施用不合理的情况。工业和信息化部推出的《化肥工业产业政策》中强调要加速推进化肥产品结构调整,重点发展高浓度基础肥料和高效复合肥;工信部在《推进化肥行业转型发展的指导意见》中要求企业采取多项举措促进行业升级,提高产能利用率,大力发展新型肥料,提升环保效益。国家《“十四五”推进农业农村现代化规划》提出全面推进乡村振兴,明确要求持续推进化肥减量增效,深入开展测土配方施肥,持续优化肥料使用结构,推广肥料高效施用技术。中国新型高效复合肥比重较低,发展前景广阔。我国复合肥行业转型升级被列为复合肥行业“十四五”规划的重点。“十四五”期间复合肥行业继续以绿色发展、转型升级、提质增效为总体目标,复合化率也将逐步提高。要求2025年,化肥、农药使用量持续减少,农业废弃物资源化利用水平明显提高,农业面源污染得到有效遏制。主要农作物化肥利用率分别由2020年的40%提高到43%。目前中国肥料利用率为40%,国际肥料利用率为60%。仍有较大差距。

我们认为随着居民的膳食结构和营养需求逐步升级,人们对高品质、多样化、绿色安全的农产品需求越来越大,中高端肥料消费群体的不断扩大是必然趋势。像功能改善、减量增效、土壤改良、环境友好等需求的新型肥料,将具有广阔的市场前景。这是政策,行业发展的必然结构。

图 14: 化肥政策

政策	时间	内容
到2020年化肥使用量零增长行动方案	2015	2015年到2019年,逐步将化肥使用量年增长率控制在1%以内;力争到2020年,主要农作物化肥使用量实现零增长。
推荐化肥行业转型发展的指导意见	2018	大力发展新型肥料,力争到2020年,我国新型肥料施用量占总体化肥施用量的比重从目前的不到10%提升到30%。大力调整产品结构。一是鼓励开发高效、环保新型肥料。
产业结构调整目录	2019	将优质钾肥及各种专用肥、水溶肥、液体肥、中微量元素肥、硝基肥、缓控释肥的生产列入鼓励类。
中国腐殖酸行业十四五发展规划纲要	2021	不断完善腐殖酸产品体系,树立腐殖酸品牌知名度和美誉度,助力化工产业结构升级,通过5年奋斗,力争培育500家,产值达2000亿的企业集群。
“十四五”全国农业绿色发展规划	2021	到2025年,化肥、农药使用量持续减少,农业废弃物资源化利用水平明显提高,农业面源污染得到有效遏制。主要农作物化肥利用率分别由2020年的40%提高到43%。

资料来源: 政府网站, 安信国际整理

根据肥料内的主要营养元素区分，化肥可主要分为单质肥和复合肥。单质肥主要包括三大基础化肥原料物质，氮（N）、磷（P）、钾（K）。

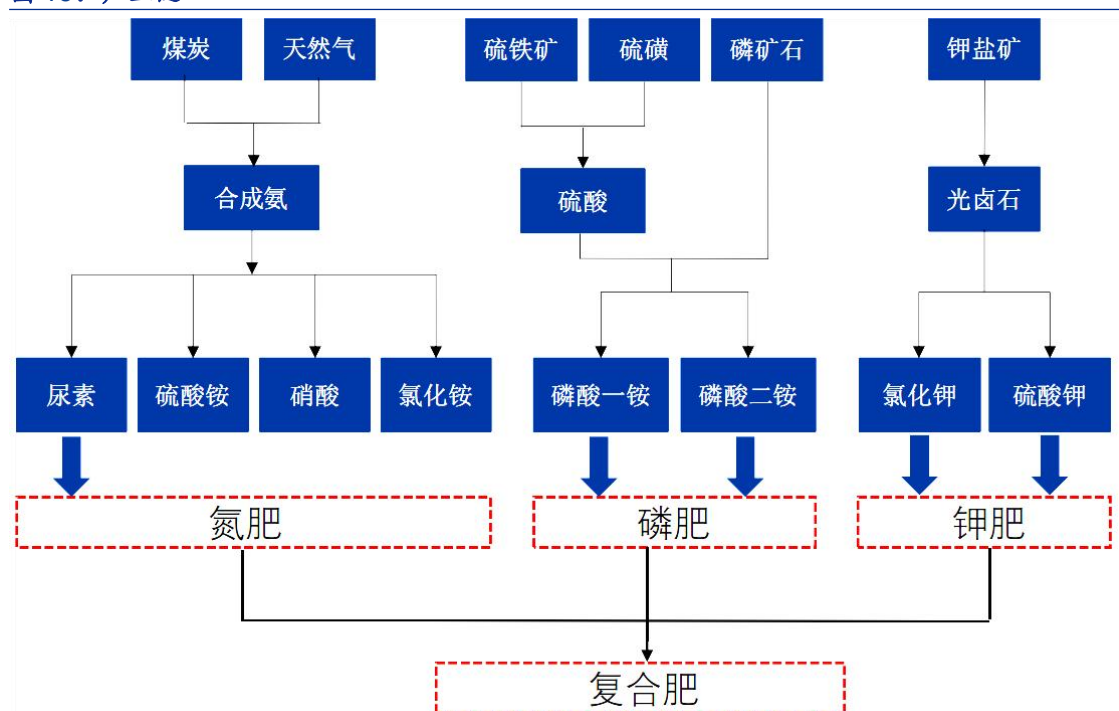
氮肥主要原料来自于化石燃料。尿素是一种高浓度氮肥，属于中性速溶肥料。施用尿素后，土壤中不残留有害物质，长期使用也不会产生不良影响，使得尿素是目前使用量最大的氮肥。尿素的生产过程主要基于煤和天然气。在一定条件下，煤和天然气与水蒸气和空气发生反应生成合成气。通过转化和脱除等步骤，得到的氢气与氮气在高温高压和催化剂的条件下发生合成氨的反应，然后与 CO₂ 在高温高压条件下直接合成尿素。煤炭和天然气是氮肥生产过程中非常重要的资源。

磷肥含有植物所需的磷元素。主要的磷肥产品有磷酸一铵（MAP）和磷酸二铵（DAP），这两种产品的产量合计占据了磷肥总产量的 70% 以上，也是目前市场上最主要的磷肥种类。磷肥生产的主要原料是磷矿石。通过使用硫酸进行浸取，得到磷酸。稀磷酸或浓磷酸再与液氨反应，生成磷酸一铵或磷酸二铵。磷矿石对于磷肥企业的生产至关重要，因为磷铵成本占比超过 35%。

钾肥是一种含有钾元素的化肥。钾元素在植物体内可以促进酶的活化，从而具有抗倒伏、抗寒、抗旱、抗病虫害等功效。主要的钾肥品种包括氯化钾、硫酸钾、硝酸钾以及硫酸钾镁。其中，氯化钾是施用量最大的钾肥，因为其养分浓度高、资源丰富、成本较低，约占所施钾肥数量的 95% 以上钾肥的生产主要依赖于钾盐矿。

复合肥料则是指含有两种或两种以上营养元素的化肥。将三大基础化肥原料根据比例混合在一起的肥料，称之为复合肥。

图 15：产业链

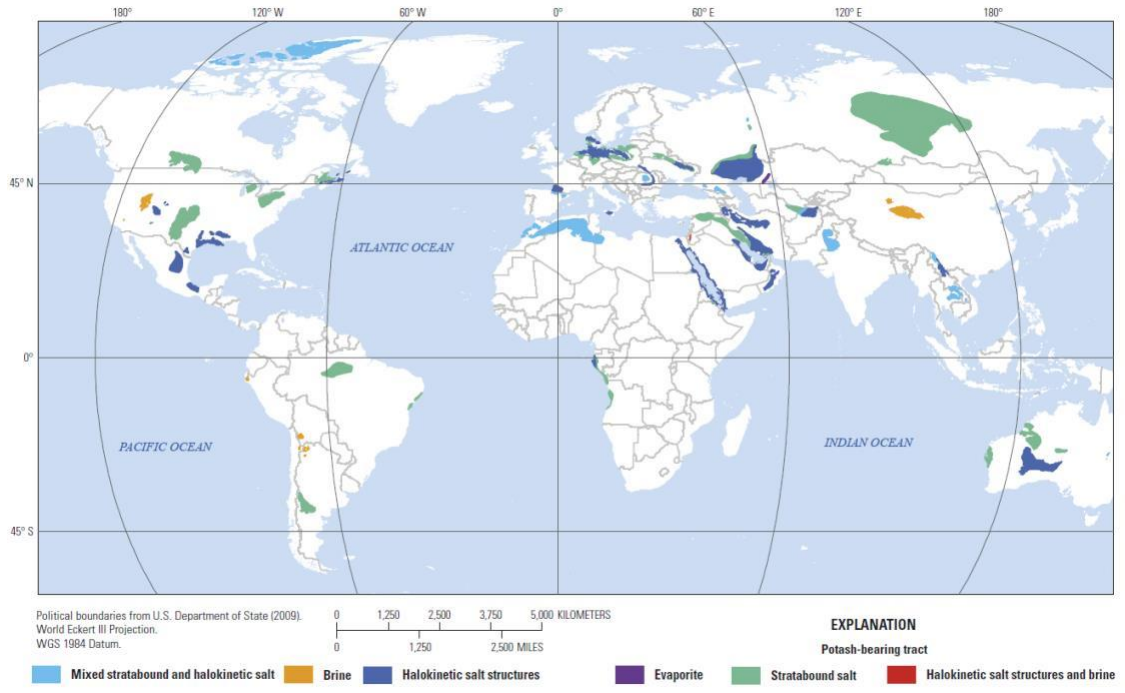


资料来源：wind，安信国际整理

钾肥行业

全球钾矿储量分布相对不均，可采储量集中于少数国家。其中，加拿大、白俄罗斯及俄罗斯是世界上储量最高的三个国家。根据 USGS（美国地质调查局）的资料，于 2022 年，这三个国家的钾矿储量占全球钾矿储量的 60% 以上。中国约有 3500 万吨钾矿储量，居世界第四位。然而，大部分钾矿储量均是低品位钾及难以到达的深层卤水矿床，主要分布于青海、新疆、西藏。该等钾矿储量难以支持长期开采及日后不断增长的下游需求。

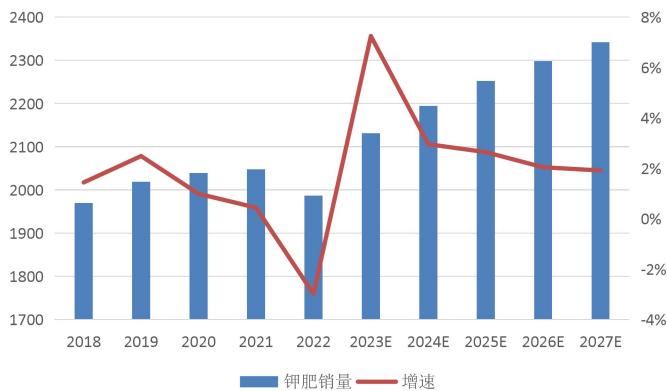
图 16: 全球钾盐资源分布



资料来源: USGS, 安信国际整理

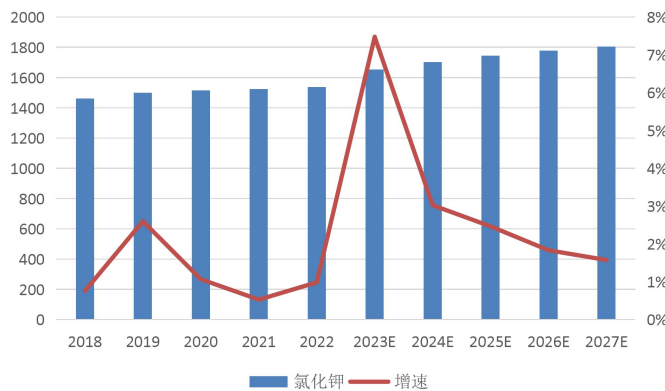
中国对钾肥需求日益增加。氯化钾是最常用的钾肥，可用于种植多种作物。2022 年中国按氯化钾销量计的市场规模达到 1538 万吨，占钾肥总销量的 77.4%。2022 年硫酸钾及硝酸钾的销量分别达到 373 万吨及 76 万吨。展望未来，弗若斯特沙利文预测按钾肥销量计的市场规模进一步增加，氯化钾销量由 2023 年的 1653 万吨增至 2027 年的 1805 万吨，复合年增长率为 2.2%。

图 17: 钾肥销量预测



资料来源: 弗若斯特沙利文, 安信国际整理

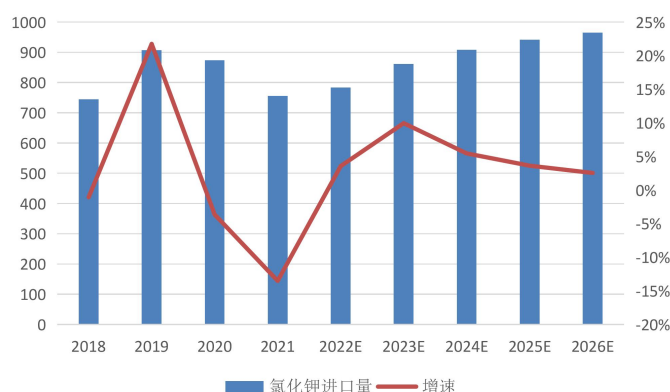
图 18: 氯化钾销量预测



资料来源: 弗若斯特沙利文, 安信国际整理

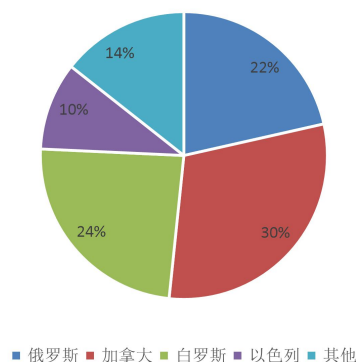
由于国内钾矿储量供应有限，中国钾肥依赖进口。于 2022 年，中国氯化钾总销量约 50% 来自外国。根据中华人民共和国海关总署发布的数据，氯化钾进口量由 2017 年的 753 万吨增加至 2022 年的 793 万吨，略有波动。于 2022 年，俄罗斯、加拿大及白俄罗斯为中国三大氯化钾进口国，分别约占中国氯化钾进口总量的 30.2%、24.1%、21.5%。受 COVID-19 疫情的负面影响，国际贸易活动受到不利影响，导致 2020 年及 2021 年的氯化钾进口减少。预期中国氯化钾进口量将于未来数年保持稳定增长，到 2027 年将达约 1110 万吨。

图 19: 氯化钾进口量预测



资料来源：弗若斯特沙利文，安信国际整理

图 20: 进口量结构



资料来源：弗若斯特沙利文，安信国际整理

生物肥行业

生物肥料能提高土壤肥力，促进作物的生长，改善农产品的品质，兼具经济效益和环境效益。生物肥料是既含有作物所需的营养元素，又含有微生物的制品，是生物、有机、无机的结合体它可以代替化肥，提供农作物生长发育所需的各类营养元素。目前，常见的生物肥料可分为生物有机肥、微生物接种剂、复合微生物肥料以及光合细菌肥料。

近年来，国家及相关部门出台了一系列政策，鼓励生物肥料产业发展。尤其是《「十四五」生物经济发展规划》提出，顺应“解决温饱”转向“营养多元”的新趋势，发展面向农业现代化的生物农业，满足人民群众对食品消费更高层次的新期待。着眼保障粮食等重要农产品生产供给，适应日益多元的营养健康食物等消费需求，重点围绕生物育种、生物肥料、生物饲料、生物农药等方向，推出一批新一代农业生物产品，建立生物农业示范推广体系，完善种质资源保护、开发和利用产业体系，更好保障国家粮食安全、满足居民消费升级和支撑农业可持续发展，构建更加完善的全链条食品安全监管制度，确保人民群众“舌尖上的安全”。到 2025 年，生物经济成为推动高质量发展的强劲动力。

近几年，我国生物肥料产业持续快速稳定发展。根据中商产业研究院统计 2022 年中国生物肥行业规模已过 1300 亿，预计 2030 年将达到 2000 亿。中国生物肥料行业处于高速发展阶段，参与的企业数量不断增多、生产规模逐渐扩大。

图 21: 生物肥政策

时间	政策名称	内容
2021	关于推动脱贫地区特色产业可持续发展的指导意见	推广绿色投入品，重点推广有机和微生物肥料、高效低毒低风险农药兽药渔药和生物农药等绿色投入品，规范使用饲料添加剂，推广病虫害绿色防控技术和产品。
2021	“十四五”全国农业绿色发展规划	研发绿色高效功能性肥料、生物肥料、土壤调理剂、高效低毒低残留农药、绿色高效饲料添加剂、可降解地膜等绿色投入品。
2022	肥料登记管理办法	将“微生物肥料”定义为应用于农业生产中，能够获得特定肥料效应的含有特定微生物活体的制品，这种效应不仅包括了土壤、环境及植物营养元素的供应，还包括了其所产生的代谢产物对植物的有益作用。
2022	“十四五”生物经济发展规划	规划提出，顺应“解决温饱”转向“营养多元”的新趋势，发展面向农业现代化的生物农业，满足人民群众对食品消费更高层次的新期待。着眼保障粮食等重要农产品生产供给，适应日益多元的营养健康食物等消费需求，重点围绕生物育种、生物肥料、生物饲料、生物农药等方向，推出一批新一代农业生物产品，建立生物农业示范推广体系，完善种质资源保护、开发和利用产业体系，更好保障国家粮食安全、满足居民消费升级和支撑农业可持续发展，构建更加完善的全链条食品安全监管制度，确保人民群众“舌尖上的安全”。

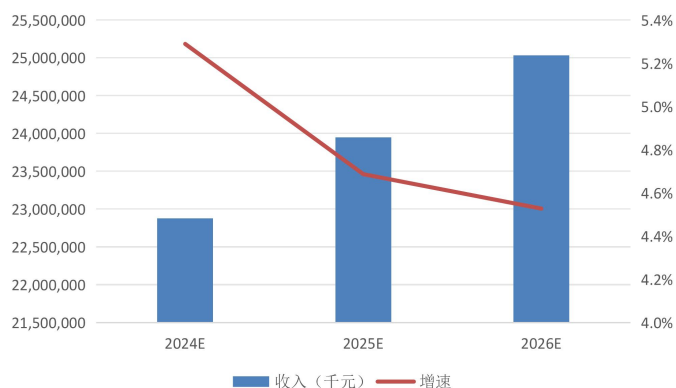
资料来源：政府网站，安信国际整理

盈利预测及估值

我们预测中化化肥 2024-2026 财年的营业收入达到 228.8/239.5/250.3 亿元，同比提升 5%/5%/5%，归母净利润 8.4/9.2/10.1 亿，同比增长 34%/10%/10%。

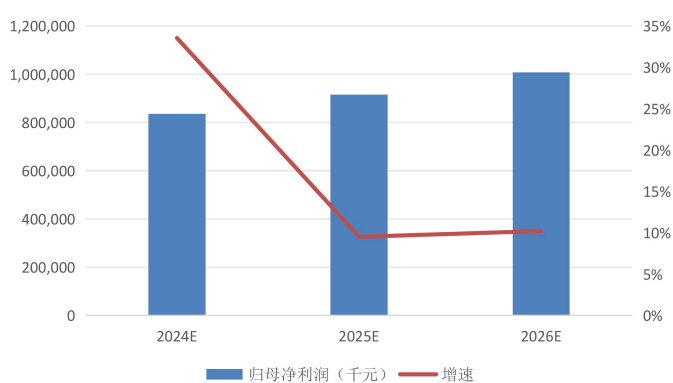
我们认为未来公司销量与平均售价将保持低单位数增长，业绩驱动力主要来自于生物肥，该业务利润率高，销量增速高。未来中化化肥会推出一系列新品，如有机水溶肥、生物有机肥、高浓度菌剂、硅基生物刺激素等，保持其领先优势。其他如氮肥、钾肥、钾肥价格总体走势平稳。

图 22：收入预测



资料来源：安信国际预测

图 23：净利润预测



资料来源：安信国际预测

估值

我们选取了 A+H 股中钾肥行业相关公司进行比较，与中化化肥主营业务类似的有 A 股的盐湖股份、藏格矿业、亚钾国际、云天化、新洋丰等，A 股 24 年化肥行业平均预测市盈率为 11.6 倍。

综合考虑 A 股可比公司的情况，以及中化化肥的钾肥进口权稀缺性，以及生物肥料发展空间巨大。我们给予中化化肥目标价 1.40 港元，对应 2024 财年预测 PE 倍数 10.8 倍，距离现价有 52% 上升空间，首次评级买入。

图 24：行业估值

代码	公司	股价	市值 (亿)	归母净利润 (亿)		PE	
				24E	25E	24E	25E
000792	盐湖股份	14.7	800	54.4	57.6	14.7	13.9
600096	云天化	19.7	361	45.8	48.0	7.9	7.5
000902	新洋丰	11.6	146	14.1	16.0	10.4	9.1
000422	湖北宜化	11.4	123	10.0	10.7	12.3	11.5
600141	兴发集团	18.0	198	16.9	20.8	11.7	9.5
000408	藏格矿业	22.2	350	25.0	30.8	14.0	11.4
000893	亚钾国际	16.9	157	15.7	23.1	10.0	6.8
	平均					11.6	10.0

资料来源：wind，安信国际整理

风险提示

全球氯化钾供应不确定性的风险;

氯化钾的采购价及采购成本波动的风险;

依赖主要客户, 可能使公司面临与收入波动或下降有关的风险;

化肥价格下跌;

财务预测

31/12年结；百万元人民币

利润表

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	23,003	21,728	22,877	23,950	25,034
营业成本	(20,426)	(19,469)	(20,475)	(21,387)	(22,330)
毛利	2,576	2,260	2,402	2,563	2,704
销售费用	(607)	(582)	(618)	(647)	(676)
管理费用	(662)	(642)	(686)	(718)	(726)
其他收入	(277)	(120)	(64)	(50)	(53)
营业利润	1,031	916	1,035	1,147	1,249
营业外收入	156	(70)	107	103	129
利润总额	1,187	846	1,142	1,251	1,378
所得税	(62)	(162)	(228)	(250)	(276)
净利润	1,125	684	914	1,000	1,102
少数股东损益	8	59	78	86	94
归母公司净利润	1,117	626	835	915	1,008
调整后EPS(元)	0.16	0.09	0.12	0.13	0.14

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性(%)					
营业收入	2%	-6%	5%	5%	5%
归母净利润	29%	-44%	34%	10%	10%
盈利能力(%)					
毛利率	11%	10%	11%	11%	11%
净利率	5%	3%	4%	4%	4%
ROE	12%	3%	4%	5%	5%
偿债能力(%)					
流动比率	134%	133%	134%	134%	134%
资产负债率	53%	55%	53%	52%	51%

资料来源：安信国际预测

转下页

31/12年结；百万元人民币

资产负债表

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12,732	14,128	14,292	14,530	14,877
现金及等价物	3,356	3,907	4,110	4,371	4,729
应收款	657	470	494	518	541
其他应收款项	8,719	9,752	9,687	9,641	9,607
非流动资产	8,090	7,855	8,171	8,692	9,244
物业、厂房及设备	4,266	4,580	4,868	5,230	5,609
长期投资与应收账款	1,433	1,522	1,457	1,515	1,579
其他非流动资产	2,391	1,752	1,846	1,947	2,056
资产总计	20,822	21,983	22,463	23,221	24,122
流动负债	9,524	10,632	10,626	10,822	11,078
应付款项	2,499	3,772	3,847	3,924	4,003
计息银行及其他借款	421	588	529	476	429
其他流动负债	6,604	6,272	6,250	6,421	6,646
非流动负债	1,566	1,432	1,317	1,213	1,121
借款	1,320	1,201	1,081	973	875
其他非流动负债	117	112	114	117	119
递延税项	129	119	122	124	127
负债合计	11,090	12,064	11,943	12,035	12,199
非控股权益	228	207	207	207	207
股东权益合计	9,732	9,919	10,520	11,186	11,923

现金流量表

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动产生现金流量	2,003	2,485	1,330	1,614	1,784
投资活动产生现金流量	(153)	(1,458)	(635)	(858)	(915)
融资活动产生现金流量	185	(478)	(491)	(495)	(511)
现金净变动	2,036	549	203	260	359

资料来源：安信国际预测

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安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。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。安信国际，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、意见及推测反映安信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。安信国际，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。

安信国际及其高级职员、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。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信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。

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

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。
- 安信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。

安信国际证券(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