

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：20.29元

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	75,313	69,060	70,217	71,732	74,200
增长率 yoy	19%	-8%	2%	2%	3%
净利润（百万元）	6,021	4,522	5,015	5,020	5,087
增长率 yoy	65%	-25%	11%	0.1%	1%
每股收益（元）	3.28	2.47	2.73	2.74	2.77
净资产收益率	31%	21%	17%	15%	13%
P/E	6.2	8.2	7.4	7.4	7.3
P/B	2.3	2.0	1.6	1.3	1.1

备注：股价截取至2024年9月6日，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- **云天化：背靠国资聚焦磷化工，集团资产注入持续赋能成长。**公司是云南省国资委实控的具备强资源优势的磷产业综合性一体化龙头，也是国内最大的磷矿采选和化肥生产企业之一，磷矿、煤炭和合成氨原料均已实现高度配套自给。2013年集团将磷矿、磷肥和磷化工等众多优良资产注入公司并实现主营业务整体上市，公司规模大幅扩增。2018年以来，公司开启刀刃向内的自我革命，资产包袱显著减轻。到2024H1末，公司资产负债率已由2016年高点时的92.5%大幅下降至56.5%。业绩层面看，2020年全球开启新一轮农化景气周期，叠加国内新能源高景气催化，公司依托强磷产业链一体化优势，业绩实现大幅增长。2024年2月，参股公司聚磷新材竞得亚洲最大单体富磷矿床碗厂磷矿，待后续资产注入后，公司或成为全球磷化工巨头。
- **磷矿石：名义扩产高但实际增量有限，中短期景气或仍将维持。**磷矿石是磷产业链的最前端，具备强资源属性，目前磷化工产业链利润同样多集中于上游磷矿环节，2024Q1和2024Q2的磷矿石毛利率均超50%。需求端看，当前磷矿石下游消费仍以磷肥为主，增量来源于湿法磷酸等新能源材料，根据测算，2024-2026年国内磷矿石需求年增长率约3.4%、2.3%、2.0%，整体呈现平稳增长。**核心关注供给侧变化：**市场或过度担心磷矿拟增产能的大幅投放冲击行业景气，三维度看认为中短期磷矿景气仍将维持：1)政策：国家&主产地政府严控磷资源新增产能，安环趋严下不达标产能将持续关停退出。2)资源：①国内磷矿石存“品位低、开采难”等先天不足且部分扩产矿山为原老矿山的资源接替，实际增量有限；②存量磷矿储采比长期失衡，前期过度开采严重，高品位矿逐步消化&新开矿多为深部矿体，平均品位的降低以及找矿难度的增加也将抵减实际有效供给。3)企业：2016-2023年国内磷矿年均淘汰产能超440万吨，且囿于磷矿长建设周期、高资金投入、强监管要求等多方限制，实际矿山建设进度存延期或停工可能。结合平衡表，我们预计2024-2026年国内磷矿石供需差约-203/-106/159万吨，紧平衡格局支撑磷矿价格维持相对高位。
- **磷肥：全球农需稳健增长，行业景气预期趋稳。**根据 Statista，2011-2022年全球磷肥产量和需求量CAGR约0.6%和1.1%，供需增速基本匹配。我国现已成为全球最大的磷肥生产和消费国，2022年国内磷肥产量和农用磷肥需求量约12.9和9.6百万吨。2016年起，国内化肥产业开启供给侧改革，叠加磷铵新增产能严格受控背景下，国内产能过剩现象已初步解决，2023年磷酸一铵和磷酸二铵产能同比分别-6.6%和-1.2%。此外，随着全球各国对粮食安全重视度的提升，为优先保障国内供应，我国自2021年起对磷肥出口实施法检政策，2024年前七个月国内磷酸一铵和磷酸二铵累计出口量同比+3.5%和-30.5%。截至9月6日，国内磷酸一铵和磷酸二铵市场价分别位于2017年来的52.2%和72.0%分位；价差分别位于2017年来的38.4%和73.3%分位。
- **资源+规模+品牌+一体化，打造高分红旗舰型龙头。**1)强α竞争力：①资源：自有磷矿储量&采选能力国内领先，碗厂磷矿注入后资源量将再上台阶；同步配套煤炭和合成氨资源，现已具备煤矿开采能力400万吨/年、合成氨产能240万吨（自给率近95%）；②规模：国内最大化肥企业之一，磷酸一铵、磷酸二铵、尿素及聚甲醛产能国内市占率均居前五；③品牌：国内+国际双市场布局，核心产品存200-300元/吨溢价；④一体化：矿化一体增厚磷肥产品200-400元/吨利润空间，毛利率表现强且稳定。2)高分红预期：①公司单季度资本开支和在建工程自2023Q1和2023Q2起同比负增，2024H1公司资本开支和在建工程同比-41.0%和-14.9%；②轻资产包袱：除资产负债率得到显著降低外，2024H1公司财务费用、管理费用和销售费用较高点已分别下降22.6、18.9和29.4亿元。③稳业绩盈利&在手现金充沛：2021-2023年公司ROE分别约35.7%、

基本状况

总股本(百万股)	1,834
流通股本(百万股)	1,834
市价(元)	20.29
市值(百万元)	37,219
流通市值(百万元)	37,219

股价与行业-市场走势对比



相关报告

36.8%、24.1%，领先行业同业企业；自由现金流方面，2024H1 公司经营性现金流净额 46.2 亿元，同比 40.6%。2022-2023 年公司当年度现金分红总额分别为 18.3 和 18.2 亿元，分红比例约 30.5%和 40.3%，股息率约 4.8%和 6.4%。往后看，公司在确保稳定经营和负债下降的基础上，有望稳步提升现金分红比例，长期投资价值凸显。

- **盈利预测与估值：**预计公司 2024-2026 年营收 702.2、717.3、742.0 亿元，增速+1.7%、+2.2%、+3.4%；归母净利 50.2、50.2、50.9 亿元，增速+10.9%、+0.1%、+1.3%；EPS 分别为 2.73、2.74、2.77 元。以 2024 年 9 月 6 日收盘价计算，对应 PE 分别为 7.4x、7.4x、7.3x，对应 PB 分别为 1.6x、1.3x、1.1x。公司是磷矿石-磷肥-磷化工一体化龙头，中短期磷矿石景气延续提供业绩可靠安全垫，远期矿权增量释放新成长空间。向内革新&减费降负，分红率存进一步提升空间，优质国企彰显长期投资价值。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**磷矿石投产进度超预期、国内磷肥进出口政策变动、海内外宏观环境大幅波动、使用的第三方数据信息更新不及时、行业规模测算偏差风险等。

内容目录

一、背靠国资聚焦磷化工，集团资产注入持续赋能成长.....	7
1.1 云南省国资实控的优质磷产业领军企业.....	7
1.2 规模扩增+向内改革+行业景气，公司业绩盈利中枢显著抬升.....	9
二、产业链利润多留存上游，中短期磷矿石景气延续.....	12
2.1 磷矿石：稀缺性资源属性凸显，紧平衡格局支撑价格.....	13
2.1.1 需求：磷复肥需求稳增&新能源需求高增，整体需求预期平稳...-	13
2.1.2 供给①：存量资源—储采比长期失衡，区域性产能集中度高.....-	14
2.1.3 供给②：增量资源—名义扩产基数高，多数集中于2026年后...-	16
2.1.4 供给③：政策+资源+企业三维度论证实际产量增量或低于预期...-	18
2.1.5 价格：中短期维持紧平衡，景气高位有望延续.....	20
2.2 磷肥：农需表现平稳增长，磷铵景气整体趋稳.....	21
三、资源+规模+品牌+一体化，高分红国企优质标杆.....	25
3.1 多壁垒构筑护城河，淬炼世界级磷化工巨头.....	25
3.1.1 资源：磷矿&煤炭&合成氨高度配套且后续存增量期权.....	25
3.1.2 规模：生产基地众多且地理条件优越，核心产品国内市占率高..-	26
3.1.3 品牌：产品溢价销售，从中国走向世界.....	27
3.1.4 一体化：高自给率带来强成本盈利优势.....	27
3.2 理性投资深化改革，打造高分红旗舰型龙头.....	29
3.2.1 合理控制开支节奏，保障公司可持续发展.....	29
3.2.2 深度推进国企改革，综合治理能力上台阶.....	31
3.2.3 分红派息保持高位，后续仍存可提升预期.....	34
四、盈利预测与投资建议.....	35
4.1 盈利预测关键假设.....	35
4.2 投资建议.....	37
五、风险提示.....	38

图表目录

图表 1：云天化业务发展几经变革，集团资产注入后实现规模跃升.....	7
图表 2：云天化主要产品及产能矩阵.....	8
图表 3：云南省国资委是公司实际控制人.....	9
图表 4：2013-2024H1 公司营业收入及同比变化.....	9
图表 5：2013-2024H1 公司归母净利润及同比变化.....	9
图表 6：2017-2024H1 公司分行业营收结构变化.....	10
图表 7：2017-2024H1 公司分行业毛利结构变化.....	10
图表 8：公司毛利率和净利率表现近年来持续提升.....	10
图表 9：公司调整后毛利率位于行业中上游水平.....	10
图表 10：公司期间费用率持续下降.....	11

图表 11: 公司资产负债率表现改善明显.....	- 11 -
图表 12: 公司在建工程大幅减少.....	- 11 -
图表 13: 公司资本开支显著下降.....	- 11 -
图表 14: 公司上市以来归母净利润、现金分红总额及股息率变化.....	- 12 -
图表 15: 磷化工产业链以磷矿石为起点, 下游应用多元.....	- 12 -
图表 16: 2021Q1-2024Q2 磷化工代表性产品价格及毛利、毛利率表现.....	- 13 -
图表 17: 磷矿的分类及特点.....	- 13 -
图表 18: 2023 年磷矿石消费结构.....	- 13 -
图表 19: 2022-2026E 国内磷矿石需求测算.....	- 14 -
图表 20: 2010-2023 年全球磷矿石储量分布.....	- 14 -
图表 21: 2023 年全球磷矿石储量地区分布.....	- 14 -
图表 22: 2010-2023 年全球磷矿石产量分布.....	- 15 -
图表 23: 2023 年全球磷矿石产量地区分布.....	- 15 -
图表 24: 我国磷矿石储采比低于全球平均水平.....	- 15 -
图表 25: 世界磷矿重点区域采选指标统计结果.....	- 16 -
图表 26: 我国磷矿石企业有效产能分布(分地区).....	- 16 -
图表 27: 我国磷矿石企业有效产能分布(分企业).....	- 16 -
图表 28: 国内磷矿未来新增项目及扩产规划.....	- 17 -
图表 29: 2024-2026 年国内磷矿石预计实际产量增量表现.....	- 17 -
图表 30: 全国性磷矿石行业相关政策.....	- 18 -
图表 31: 地方性磷矿石行业相关政策.....	- 18 -
图表 32: 2022 年国内磷矿石品位分布(折 P ₂ O ₅).....	- 19 -
图表 33: 新开采矿多为深部磷矿体, 找矿难度显著加大.....	- 19 -
图表 34: 2013-2023 年国内磷矿石产量及同比变化.....	- 19 -
图表 35: 2016-2023 年国内分省份磷矿石退出产能.....	- 19 -
图表 36: 近年来国内磷矿部分待投产产能延期情况.....	- 20 -
图表 37: 2017 年至今国内四大磷矿石主产省价格走势变化.....	- 20 -
图表 38: 2022-2026 年国内磷矿石供需平衡表预测.....	- 21 -
图表 39: 2023 年中国磷肥市场结构.....	- 21 -
图表 40: 2009-2022 年全球主要磷肥产量变化.....	- 22 -
图表 41: 2022-2027 年全球磷肥产能变化(按地区).....	- 22 -
图表 42: 2011/2012-2023/2024 年全球农用化肥需求量变化(按养分).....	- 22 -
图表 43: 不同年份全球磷肥主要生产和消费国变化(1961 年 vs 2022 年) ..	- 22 -
图表 44: 2013-2023 年国内磷酸一铵产能及产量变化.....	- 23 -
图表 45: 2013-2023 年国内磷酸二铵产能及产量变化.....	- 23 -

图表 46: 中国化肥进出口政策变化.....	- 23 -
图表 47: 2008-2024M7 国内磷酸一铵出口量变化.....	- 24 -
图表 48: 2012-2024M7 国内磷酸二铵出口量变化.....	- 24 -
图表 49: 2017 年至今国内磷酸一铵价格价差.....	- 24 -
图表 50: 2017 年至今国内磷酸二铵价格价差.....	- 24 -
图表 51: 2017 年至今海内外磷酸一铵价格价差.....	- 25 -
图表 52: 2017 年至今海内外磷酸二铵价格价差.....	- 25 -
图表 53: 国内重点磷化工企业磷矿石储量和产量表现.....	- 25 -
图表 54: 公司核心磷复肥及氮肥生产基地.....	- 26 -
图表 55: 公司各主营产品产能均居国内前列.....	- 26 -
图表 56: 2017-2023 年公司产品均价与国内均价对比.....	- 27 -
图表 57: 强品牌赋能下, 公司充分享受产品溢价.....	- 27 -
图表 58: 2018-2023 年公司自产产品国外销售营收占比约 20%.....	- 27 -
图表 59: 公司已形成较为完整的产业链和一体化运营模式.....	- 28 -
图表 60: 2019Q1-2024Q2 磷酸一铵在原料自给下的利润优势约 261 元/吨.....	- 28 -
图表 61: 2019Q1-2024Q2 磷酸二铵在原料自给下的利润优势约 407 元/吨.....	- 28 -
图表 62: 2017-2023 年公司磷肥产品综合毛利率领先同业且长期稳定.....	- 29 -
图表 63: 2021Q1-2024Q2 公司在建工程总额变化.....	- 29 -
图表 64: 2021Q1-2024Q2 公司固定资产总额变化.....	- 29 -
图表 65: 国内磷化工企业在建工程总额对比.....	- 30 -
图表 66: 国内磷化工企业固定资产总额对比.....	- 30 -
图表 67: 2021Q1-2024Q2 公司在建工程占总资产的比重变化.....	- 30 -
图表 68: 2021Q1-2024Q2 公司资本开支总额变化.....	- 30 -
图表 69: 国内磷化工企业在建工程占总资产比重对比.....	- 30 -
图表 70: 国内磷化工企业资本开支表现对比.....	- 30 -
图表 71: 云天化双效工资总额管理模式.....	- 31 -
图表 72: 首次授予限制性股票激励对象名单及授予情况.....	- 31 -
图表 73: 公司资产负债率及总资产周转率变化.....	- 32 -
图表 74: 公司财务费用及同比表现变化.....	- 32 -
图表 75: 公司有息负债及有息负债率变化.....	- 33 -
图表 76: 公司管理费用及在职员工人数变化.....	- 33 -
图表 77: 公司销售费用及同比表现变化.....	- 33 -
图表 78: 公司各分项期间费用率变化.....	- 33 -
图表 79: 2021-2023 年公司研发人员学历结构变化.....	- 34 -
图表 80: 2021-2023 年公司研发人员年龄结构变化.....	- 34 -

图表 81: 2018-2024Q1 公司研发费用及同比变化.....	- 34 -
图表 82: 公司科技成果获 2023 年云南省科学技术奖励.....	- 34 -
图表 83: 公司盈利能力表现趋稳, 偿债能力持续提升.....	- 35 -
图表 84: 公司经营性现金流净额及其同比变化.....	- 35 -
图表 85: 公司业务收入及盈利预测.....	- 37 -
图表 86: 可比公司估值对比.....	- 38 -
图表 87: 盈利预测表.....	- 39 -

一、背靠国资聚焦磷化工，集团资产注入持续赋能成长

1.1 云南省国资实控的优质磷产业领军企业

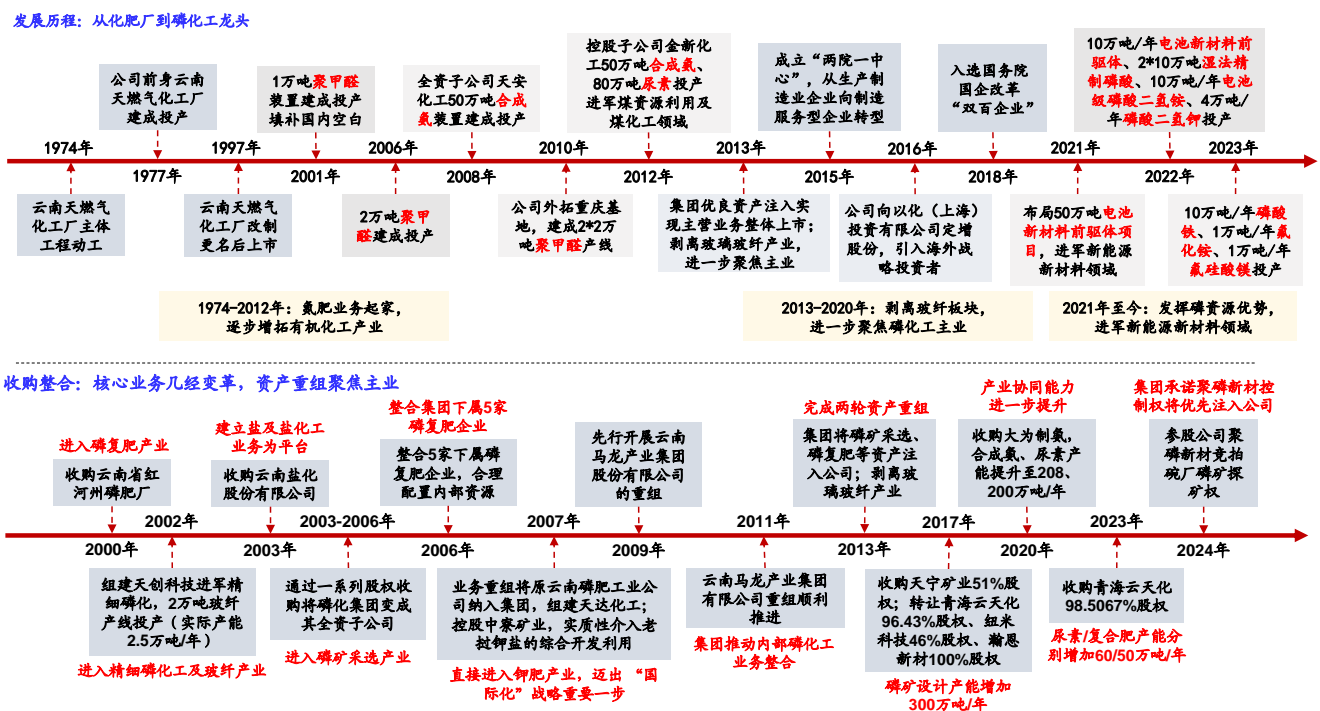
■ **从化肥厂到磷化工巨头，资产重组业务聚焦。**公司前身云南天然气化工厂成立于1974年，1977年建成投产；1997年完成改制后成立集团公司并由集团公司独家发起成立股份公司，同年登陆上交所主板。2013年公司完成两次重大资产重组迈入成长新征程。

1) 初始发展期(1974-2012年)：氮肥业务起家，1997年上市后逐步拓展聚甲醛、玻纤等有机和无机化工业务。

2) 战略转型期(2013-2020年)：2013年完成两次重大资产重组(集团将磷矿采选、磷复肥等资产注入公司并剥离玻纤业务)，聚焦化肥主业；2016年引入以色列化工有限公司为公司海外战略投资者；2017年再次通过资产重组实现业务结构再优化(转让青海云天化、收购天宁矿业等)；2018年以“双百企业”为契机开展对内革新。

3) 高速成长期(2021年至今)：矿化一体化+磷化工高景气，公司业绩大幅提升；抢抓新能源投资机遇，布局电池新材料前驱体项目。2024年2月，参股公司聚磷新材竞得碗厂磷矿探矿权，公司享优先注入权，进一步打开磷矿发展空间。

图表 1: 云天化业务发展几经变革，集团资产注入后实现规模跃升



来源：Wind，公司官网，公司公告，中泰证券研究所

- 四大主业高度协同，多领域达国内领先。**2023 年公司拥有磷矿储量近 8 亿吨，原矿产能 1450 万吨/年，其中擦洗选矿和浮选产能分别为 618 和 750 万吨/年。化肥总产能 1000 万吨/年，其中尿素、磷肥、复合肥产能分别为 260、555、185 万吨/年，是目前国内最大的化肥生产企业之一。精细磷化工产能主要包括 50 万吨/年饲料级磷酸钙盐（45 万吨/年饲料级磷酸一二钙，单套产能国内第一，消费市场占有率 70%）、3 万吨/年黄磷等。聚甲醛引领国产替代（2001 年），2023 年拥有产能 9 万吨/年（规模国内第一），国产产品消费市占率约 25%。同时，公司以磷肥副产氟硅酸为原料延长氟化工产业链，子公司具备氟硅酸镁、医药中间体含氟硝基苯年产能 1、0.15 万吨。商贸物流业务中，公司农产品及农资的国际贸易规模达 200 亿元/年以上。

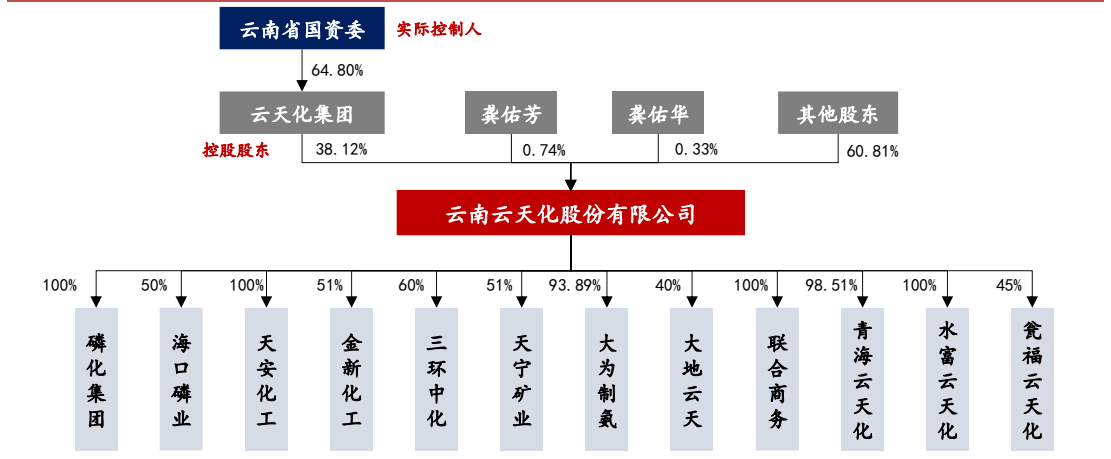
图表 2：云天化主要产品及产能矩阵

产品分类	主要厂区	具体项目	现有产能	在建产能
磷矿		采选规模	1450	
		合成氨	240	
煤矿	内蒙古呼伦贝尔	开采规模	400	
	云峰化工		58	
	红磷化工		95	
	天安化工		192	
	三环中化		120	
	三环新盛		60	
	其他		30	
	小计		555	
复合肥	复合肥事业部		83	
	青海云天化		50	
	其他		52	
	小计		185	
尿素	水富云天化		76	
	金新化工		80	
	大为制氨		43	
	青海云天化		60	
	小计		260	
磷化工及新材料	天聚新材	聚甲醛	9	
	福石科技	黄磷	3	
	磷化集团	饲料级磷酸氢钙	50	
	天安化工	电池新材料前驱体（磷酸铁）	10	2x20
		湿法精制磷酸	20	
	三环中化	电池级磷酸二氢铵	10	
		设施农用磷酸二氢钾	6	
	红磷化工	氟化铵	1	
		氟硅酸镁	1	
	氟磷电子	六氟磷酸锂	0.5	
		电子级氢氟酸	2	
	晋宁黄磷	医药中间体含氟硝基苯	0.15	
	海口磷业	氟硅酸镁	1	
	聚能新材	磷酸铁电池新材料前驱体		20
云天新能	电池新材料前驱体配套磷矿浮选		450	

来源：Wind，公司公告，公司官网，中泰证券研究所（注：产能单位均为万吨/年；截至 2023 年年底）

- 云南省国资委是公司实际控制人。**截至 2024 年 8 月，云南省国资委直接持有公司控股股东云天化集团 64.8% 的股权，为公司实际控制人。参控股公司众多，股份公司下设 4 家分公司、35 家二级控股公司和 16 家参股公司。

图表 3：云南省国资委是公司实际控制人

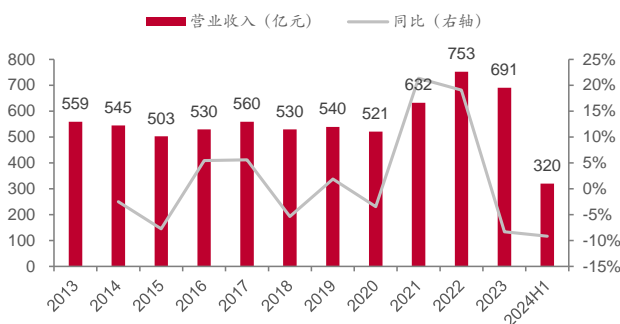


来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所（注：截至 2024 年 9 月，参控股公司从左至右按 2024H1 净利润高低排序）

1.2 规模扩增+向内改革+行业景气，公司业绩盈利中枢显著抬升

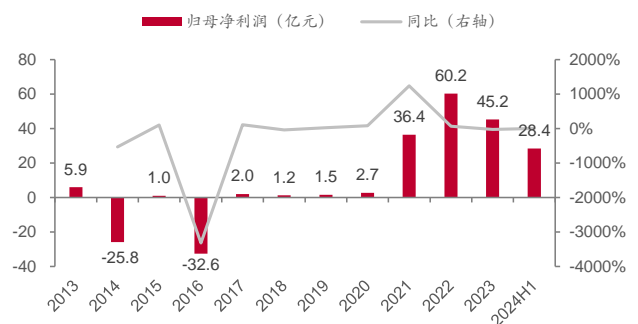
- **资产重组规模扩增，受益景气业绩腾飞。**2013 年，在集团磷矿采选、磷复肥等资产注入后，公司规模倍增式放大；随玻纤业务的剥离，云天化初步形成以化肥为主业的强资源优势综合性生产商。2014-2020 年，受化肥行业周期性下行及部分资产投资不佳等不利因素影响，公司整体业绩承压。2021-2022 年，受益于农化行业的高景气叠加公司强产业链协同优势，业绩实现大幅提升，归母净利润同比分别+1238.8%和+65.3%。随主营产品价格回落，2023 年起，公司业绩有所下滑但仍处相对高位。2024H1，公司实现营业收入、归母净利润和扣非归母净利润 319.9、28.4、27.9 亿元，同比-9.2%、+6.1%、+8.2%。

图表 4：2013-2024H1 公司营业收入及同比变化



来源：Wind，中泰证券研究所

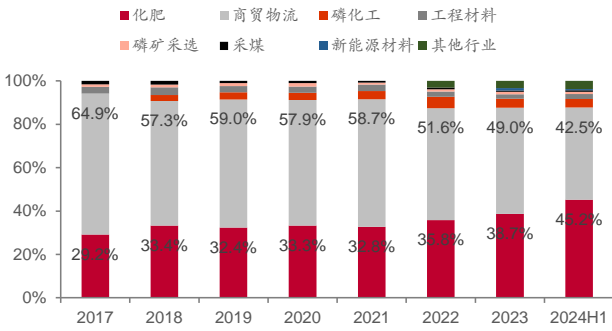
图表 5：2013-2024H1 公司归母净利润及同比变化



来源：Wind，中泰证券研究所

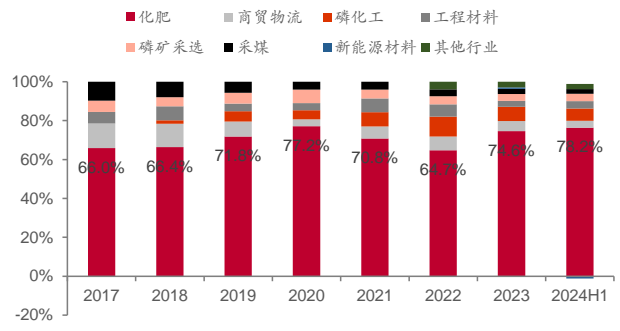
- **商贸物流营收占比较高，化肥毛利贡献度高。**复盘看，商贸物流和化肥业务贡献公司主要业绩盈利，2017-2024H1 合计营收占比超 87%、合计毛利占比超 70%。趋势上看，商贸物流营收占比整体下降、化肥业务营收占比逐步提升。相比之下，2017-2024H1 公司毛利六成以上源于化肥。

图表 6: 2017-2024H1 公司分行业营收结构变化



来源: Wind, 中泰证券研究所

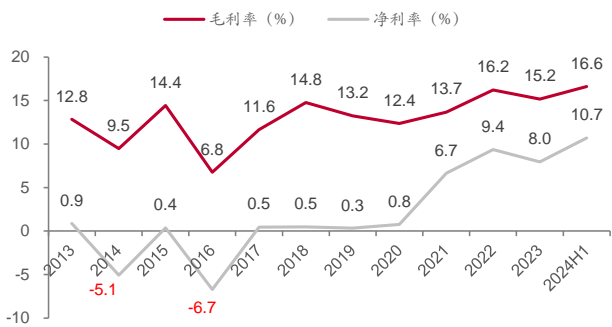
图表 7: 2017-2024H1 公司分行业毛利结构变化



来源: Wind, 中泰证券研究所

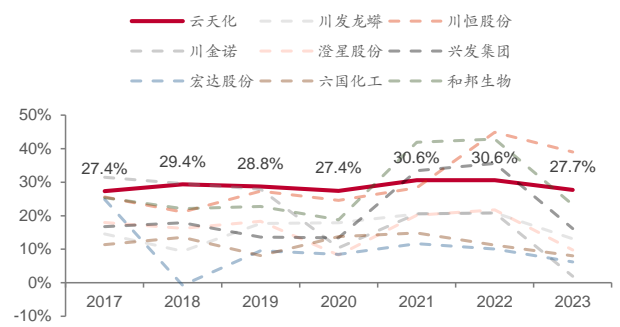
- **净利率表现逐年提升, 盈利稳定性优于同业。**受益于磷化工行业整体景气上行, 自 2021 年起, 公司毛利率和净利率表现大幅提升。2024H1, 公司毛利率和净利率约 16.6%和 10.7%, 同比+1.5pct 和+1.2pct。此外, 考虑到公司商贸物流行业营收占比较高但毛利占比低, 若不考虑该业务对公司整体毛利率的影响, 2017-2023 年公司调整后毛利率介于 27%至 31%。对比磷肥及磷化工同业企业可见, 公司调整后毛利率处行业中高位水平; 强资源保障&一体化协同赋能下, 盈利稳定性显著优于同业。

图表 8: 公司毛利率和净利率表现近年来持续提升



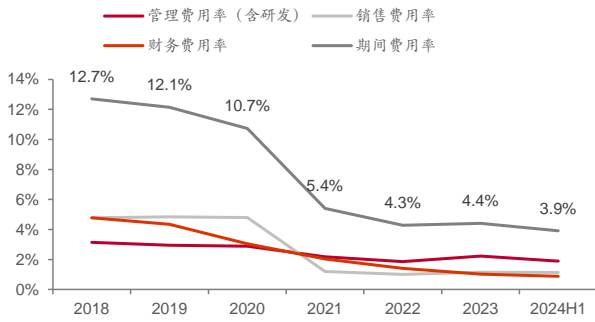
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 公司调整后毛利率位于行业中上游水平

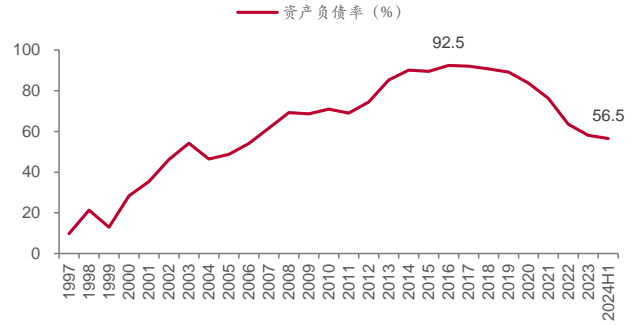


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 公司毛利率为剔除商贸物流业务后的调整后毛利率; 可比公司选择参考申万三级行业分类-磷肥及磷化工)

- **提质增效持续推进, 资产负债率下降明显。**期间费用率方面, 2024H1, 公司期间费用率约 3.9%, 同比+0.1pct, 较 2013 年大幅下降 10.3pct。2024 年 4 月, 公司发布 2024 年度“提质增效重回报”行动方案, 力争从资源可持续、资源最大化利用、制造端技术进步、管理架构流程优化等方面打造高效高值的磷化工全产业竞争优势。在公司对内改革持续深化的背景下, 后续期间费用率或进一步下降。资产负债率方面, 截至 2024H1 末, 公司资产负债率约 56.5%, 较 2016 年高点的 92.5%相比已大幅下降 36.0pct。

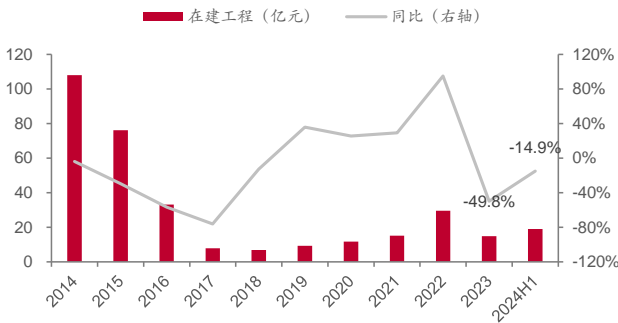
图表 10: 公司期间费用率持续下降


来源: Wind, 中泰证券研究所

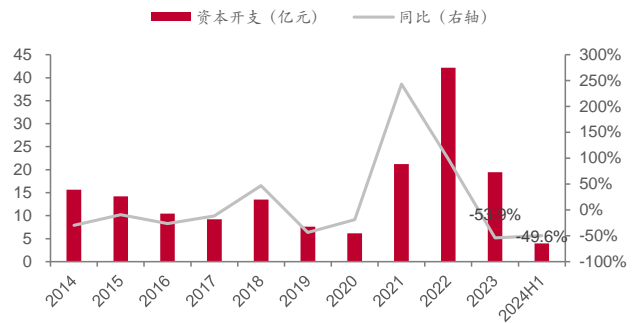
图表 11: 公司资产负债率表现改善明显


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 在建工程大幅减少, 资本开支显著下降。** 在建工程方面, 2023 年公司在建工程累计约 14.9 亿元, 较 2022 年大幅减少 14.8 亿元。截至 2024H1 末, 公司在建工程约 19.0 亿元, 同比下降 14.9%。资本开支方面, 2023 年公司累计资本开支约 19.4 亿元, 较 2022 年同期大幅下降 22.7 亿元; 2024H1 公司累计资本支出 4.0 亿元, 同比下降 49.6%。

图表 12: 公司在建工程大幅减少


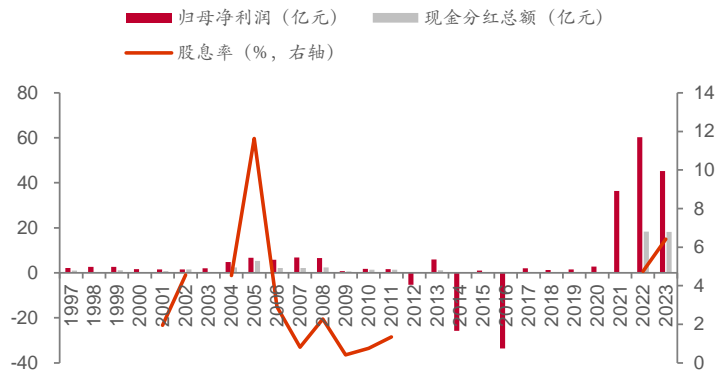
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 公司资本开支显著下降


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 高度重视股东回报, 高分红显投资价值。** 根据公司章程, 公司将每一年实现的净利润在弥补亏损、提取法定公积金后, 按不低于每一年度可供分配利润的 30% 分配。2022-2023 年公司现金分红总额分别为 18.3 和 18.2 亿元, 对应现金分红比例约 30.5% 和 40.3%、股息率约 4.8% 和 6.4%。2023 年, 公司完成每 10 股派发现金红利 10 元 (含税) 分配方案后及时开展 2 亿元股权回购工作; 2024 年 3 月, 公司发布 2023 年度利润分配预案, 公司拟继续向全体股东每 10 股派发现金红利 10 元 (含税)。

图表 14: 公司上市以来归母净利润、现金分红总额及股息率变化

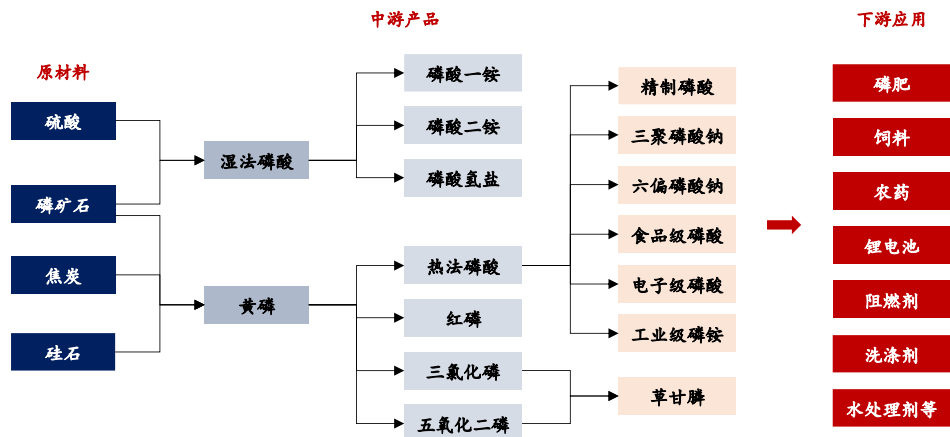


来源: Wind, 中泰证券研究所

二、产业链利润多留存上游，中短期磷矿石景气延续

- **磷化工以磷矿石为起点，下游应用领域逐步多元。**根据生产工艺的不同，磷矿石可直接使用湿法加工制成磷酸后再加工成各类磷化工产品；也可通过先加工成黄磷后再制得磷酸。终端市场上看，磷肥中游为湿法磷酸、下游为农业生产，是磷化工的传统应用领域；磷酸盐中游为热法磷酸，多用于工业洗涤剂、金属表面处理、工业水处理、建筑行业、医药、塑料增塑剂等。近年来，受益于新能源行业的持续高景气，磷酸铁、磷酸铁锂等电池材料领域需求快速增长。

图表 15: 磷化工产业链以磷矿石为起点，下游应用多元



来源: 中商产业研究院, 中泰证券研究所

- **磷化工产业链利润多留存于磷矿环节。**若选择磷矿石、磷酸一铵、磷酸二铵、磷酸铁和草甘膦为产业链代表产品，根据 Wind，2024Q2，磷矿石（露天开采）、磷矿石（地下开采）、磷酸一铵、磷酸二铵、磷酸铁、草甘膦的毛利率约 52.5%、50.5%、8.6%、11.7%、-17.4%、6.3%。截至 9 月 6 日，磷矿石（露天开采）、磷矿石（地下开采）、磷酸一铵、磷酸二铵、磷酸铁、草甘膦的毛利约 540、520、375、352、-1466、765 元/吨，位于 2021 年以来的 91.5%、91.5%、36.7%、62.9%、6.2%、0.1%分位。

图表 16: 2021Q1-2024Q2 磷化工代表性产品价格及毛利、毛利率表现

单位: 元/吨	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
磷矿石														
价格	381	442	541	619	654	828	1048	1042	1058	1030	895	984	1009	1009
毛利 (露天开采)	-98	-18	107	170	171	312	502	490	528	520	394	500	530	530
毛利 (地下开采)	-118	-38	87	150	151	292	482	470	508	500	374	480	510	510
毛利率 (露天开采)	-25.7%	-4.0%	19.7%	27.5%	26.1%	37.6%	47.9%	47.0%	49.9%	50.4%	44.0%	50.9%	52.5%	52.5%
毛利率 (地下开采)	-31.0%	-8.5%	16.0%	24.2%	23.1%	35.2%	46.0%	45.1%	48.0%	48.5%	41.8%	48.8%	50.5%	50.5%
磷酸一铵														
价格	2181	2580	3261	3211	3063	4099	3522	3163	3360	2801	2777	3293	3082	3027
毛利	227	324	675	347	-111	158	599	14	330	126	145	402	348	261
毛利率	10.4%	12.6%	20.7%	10.8%	-3.6%	3.8%	17.0%	0.4%	9.8%	4.5%	5.2%	12.2%	11.3%	8.6%
磷酸二铵														
价格	2681	3014	3220	3358	3495	3797	4016	3580	3786	3562	3446	3671	3670	3633
毛利	503	348	132	-44	-151	-658	555	-162	72	308	272	223	478	425
毛利率	18.7%	11.5%	4.1%	-1.3%	-4.3%	-17.3%	13.8%	-4.5%	1.9%	8.6%	7.9%	6.1%	13.0%	11.7%
磷酸铁														
价格	12511	13177	15939	23908	23372	25080	24300	23007	17724	13231	12573	11864	10357	10416
毛利	4026	5095	5340	7658	6793	6924	7225	7278	4435	934	-223	-599	-1284	-1812
毛利率	32.2%	38.7%	33.5%	32.0%	29.1%	27.6%	29.7%	31.6%	25.0%	7.1%	-1.8%	-5.1%	-12.4%	-17.4%
草甘膦														
价格	29356	40319	52413	78729	73704	63817	60715	52227	43111	27662	32114	27915	25411	25636
毛利	4858	13741	18111	33903	33673	26055	28881	20416	14115	3914	7297	3182	1556	1622
毛利率	16.6%	34.1%	34.6%	43.1%	45.7%	40.8%	47.6%	39.1%	32.7%	14.1%	22.7%	11.4%	6.1%	6.3%

来源: Wind, 百川盈孚, 中泰证券研究所 (注: 价格和毛利单位均为元/吨)

2.1 磷矿石: 稀缺性资源属性凸显, 紧平衡格局支撑价格

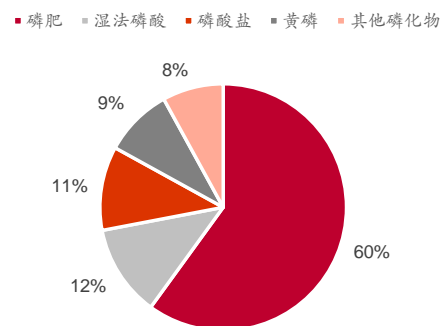
- **磷矿是战略性非金属矿产资源。**磷矿是指在经济上能被利用的磷酸盐类矿物的总称, 为重要的化工矿物原料之一。按成因的不同, 磷矿石可分为磷灰石和磷块岩。应用领域上看, 国内磷矿石下游仍以磷肥为主, 2021-2023 年磷肥消费量占比均达到六成及以上。

图表 17: 磷矿的分类及特点

类型	占比	分布地区	特点
岩浆岩型磷灰石	7%	北方	磷品位低, 一般小于10%; 结晶较粗, 嵌布粒度较粗, 属易选磷矿, 选矿还伴有钒、钛、铁、钴等元素, 可综合回收, 矿石经济效益较好
沉积变质岩型磷灰岩	23%	江苏、安徽、湖北等地	矿石松散、含泥高, 采用擦洗、脱泥工艺即可获得合格磷精矿, 磷矿工业价值大
沉积岩型磷块岩	70%	中南和西南地区, 主要在云南、贵州、四川、湖北、湖南等地	磷灰石嵌布粒度细, 呈均质胶体或隐晶、微晶质。常混入数量不等的碳酸盐、硅质等泥质矿物, 选矿难度大

来源: 智研咨询, 中泰证券研究所

图表 18: 2023 年磷矿石消费结构



来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所

2.1.1 需求: 磷复肥需求稳增&新能源需求高增, 整体需求预期平稳

- **磷矿石下游仍以磷肥为主, 需求增速预期保持平稳。**根据农资导报, 2016-2023 年国内磷肥表观消费量基本介于 1150-1200 万吨 (P_2O_5), 2023 年同比+1.0%。随 2021 年后新能源部分新建产能的陆续投放, 工业级磷酸一铵和湿法净化酸用矿量表现强势。根据观磷肥, 2023 年工业级磷酸一铵和湿法净化磷酸磷矿用量同比提升 50.0%和 53.3%。磷肥需

求稳增&新能源需求高增下，预计磷矿石整体需求增长稳健，2022-2026年需求量 CAGR 约 2.4%，对应 2024-2026 年磷矿石消费量同比增速分别约 3.4%、2.3%、2.0%。

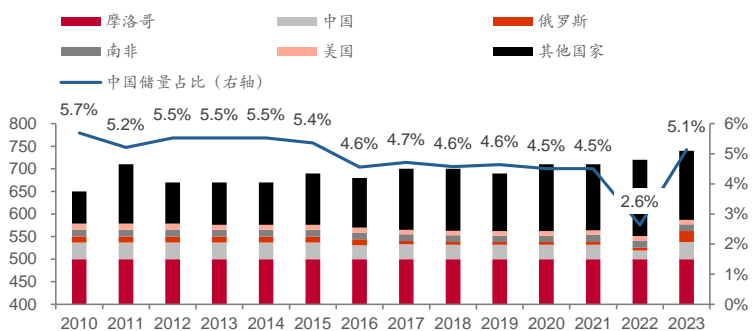
图表 19：2022-2026E 国内磷矿石需求测算

单位：万吨	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022-2026年CAGR
磷酸一铵	1960	2050	2000	2020	2040	1.0%
磷酸二铵	2340	2460	2500	2538	2576	2.4%
重钙	256	288	288	291	294	3.5%
工业级磷酸一铵	525	788	840	848	865	13.3%
饲料	540	490	500	510	520	-0.9%
黄磷	800	650	600	600	600	-6.9%
湿法净化磷酸	675	1035	1170	1346	1480	21.7%
其他磷酸盐产品	3327	2882	3104	3104	3104	-1.7%
总需求量	10423	10642	11002	11257	11479	2.4%
yoy		2.1%	3.4%	2.3%	2.0%	

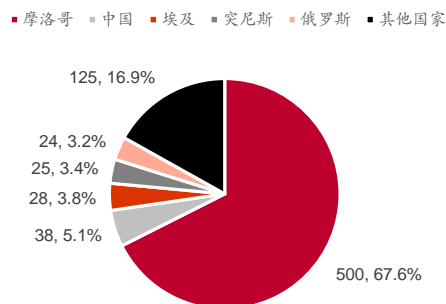
来源：观磷肥，百川盈孚，中泰证券研究所

2.1.2 供给①：存量资源—储采比长期失衡，区域性产能集中度高

- **中国磷矿石储量全球第二，但资源量显著低于摩洛哥。**根据 USGS，全球磷矿资源多集中于非洲、美洲和亚洲。其中，摩洛哥是全球第一大磷矿石储量国，2023 年储量约 500 亿吨（全球占比高达 67.6%）。中国磷矿石储量常年位居全球第二，但整体资源量远低于摩洛哥。2023 年国内储量约 38 亿吨（全球占比仅 5.1%）。

图表 20：2010-2023 年全球磷矿石储量分布


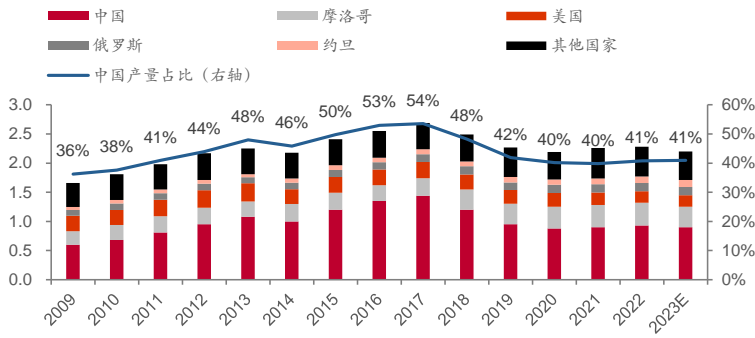
来源：USGS，中泰证券研究所（注：储量单位为亿吨）

图表 21：2023 年全球磷矿石储量地区分布


来源：USGS，中泰证券研究所（注：储量单位为亿吨）

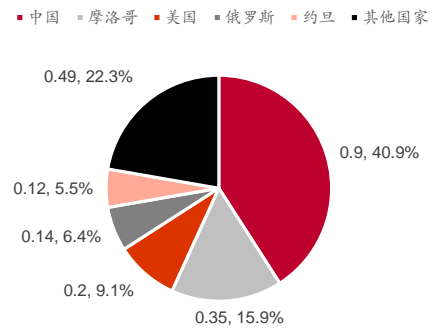
- **中国磷矿石产量常年位居全球首位，且远超其他国家。**根据 USGS，2009-2023 年我国磷矿石产量全球占比均超 36%。绝对值上看，全球磷矿石产量在 2017 年达到历史高峰 2.69 亿吨。此后受国内磷矿石供给侧改革影响，全球产量整体下滑，2023 年预计全球和中国磷矿石产量分别为 2.2 和 0.9 亿吨，相较于 2018 年分别下降 18.2%和 37.5%。从国内磷矿石占比上看，尽管自 2017 年起国内磷矿石资源产量占比有所下滑，但仍保持在 40%附近，显著高于其他磷矿生产国。

图表 22: 2010-2023 年全球磷矿石产量分布



来源: USGS, 中泰证券研究所 (注: 产量单位为亿吨)

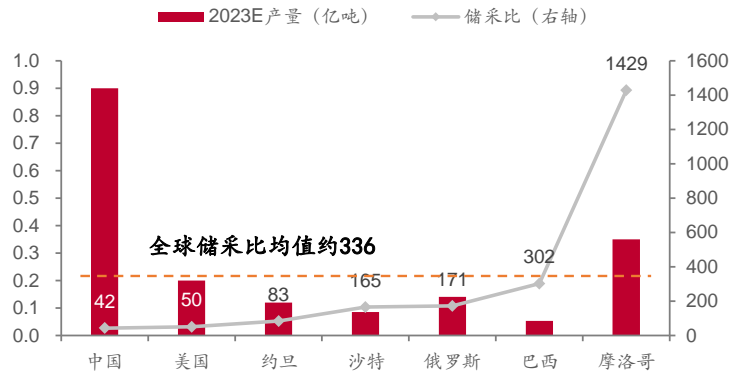
图表 23: 2023 年全球磷矿石产量地区分布



来源: USGS, 中泰证券研究所 (注: 产量单位为亿吨)

- **过度开采现象严重, 储采比远低于全球均值。**结合历年来国内磷矿石储量和产量可见, 国内磷矿资源存严重的过度开采现象。通常情况下, 我们用储采比来表征资源的保障程度和储量可供开采的年限。根据 USGS, 2023 年我国磷矿石储采比仅 42.2, 可供开采年限显著低于全球平均水平 336.4。

图表 24: 我国磷矿石储采比低于全球平均水平



来源: USGS, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2023 年)

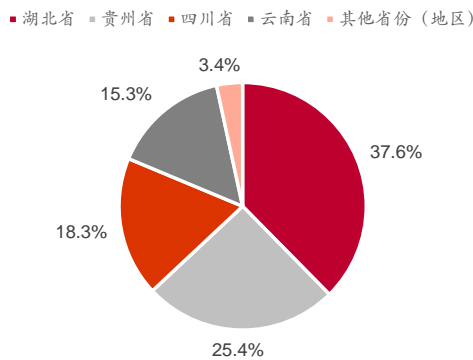
- **精矿资源品位略低于全球均值, 选矿回收率高于世界平均。**根据《中国磷矿成因类型、成矿规律及重点找矿方向》, 在对磷矿资源的合理开发进行考察时, 通常须综合磷矿开采回采率、选矿回收率和综合利用率三个方面 (又称为“三率”)。现阶段, 中国精矿 P_2O_5 品位约 29.2%, 低于世界平均磷矿品位 30.2%; 选矿回收率高达 90.0%, 显著高于世界均值 63.0%, 磷矿开采回收率和选矿回收率均已达世界领先水平, 但在绿色开采技术上仍有待进一步提升 (如磷石膏等污染物的无害化处理等)。

图表 25：世界磷矿重点区域采选指标统计结果

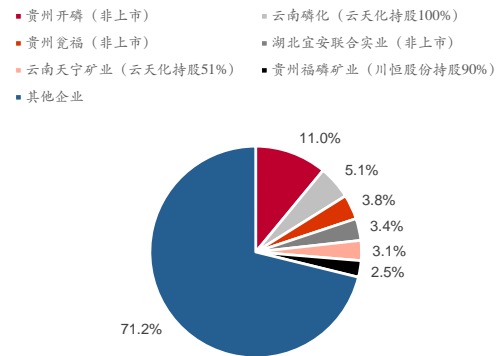
地区	精矿P ₂ O ₅ 品位 (%)	选矿回收率 (%)	露采回采率 (%)	地采回采率 (%)
美国东南部	30.4	79		
美国西部	31.2	71.3		
南非	33.8	58.6		
北非	32.2	69.8		
西非	33.3	40.5	50-95	65-85
中东	31.4	71.4		
南美	33.8	58.6		
中国	29.2	89.97		
世界加权平均	30.2	63.01	50-95	65-85

来源：《中国磷矿成因类型、成矿规律及重点找矿方向》，中泰证券研究所

- 国内供给区域集中，鄂黔川滇为主产省。**根据百川盈孚，截至 2024 年 8 月，国内磷矿石有效产能合计 11916 万吨/年。鄂、黔、川、滇为国内磷矿资源富集地，分地区产能分别为 4481、3030、2175、1825 万吨/年，CR4 高达 96.6%，形成以湖北宜昌、荆襄、保康，贵州开阳、瓮福，四川马边-雷波、德阳，云南滇中八大磷矿生产基地。分企业看，截至 2024 年 8 月，贵州开磷、云南磷化、贵州瓮福、湖北宜安联合实业和云南天宁矿业是国内前五大磷矿生产企业，国内市占率约 11.0%、5.1%、3.8%、3.4%和 3.1%。

图表 26：我国磷矿石企业有效产能分布（分地区）


来源：百川盈孚，中泰证券研究所（注：数据截至 2024 年 8 月）

图表 27：我国磷矿石企业有效产能分布（分企业）


来源：百川盈孚，中泰证券研究所（注：数据截至 2024 年 8 月）

2.1.3 供给②：增量资源—名义扩产基数高，多数集中于 2026 年后

- 拟增名义产能基数较大，实际增量或远低于预期。**从目前各企业已公布的投产计划上看，未来几年国内磷化工上市企业和非上市企业均存在较多的在建或拟投产产能。根据我们的梳理，预计 2024-2026 年拟增产能分别为 550、900、1770 万吨，远期规划产能超 3640 万吨。考虑到矿山项目建设周期较长且国内安全环保政策持续趋严，新增磷矿石实际产量预计将远低于目标规划。

图表 28: 国内磷矿未来新增项目及扩产规划

磷矿项目	生产企业	名义产能 (万吨/年)	项目状态	预计投产时间
织金摩天冲磷矿	锦麟化工	150	一采区已具备生产条件	2024年3月
小高寨磷矿	芭田股份	110	采矿规模由原定90万吨/年扩大至200万吨/年	2024年8月进入试生产阶段
铁矿尾矿再浮选	承德天宝、金松宏利等	30	预计2024年2月开工建设, 2024年9月建设完成并投入运行	预计2024年9月
马边烟峰磷矿	和邦生物	100	建设已接近尾声	预计2024年底前后
绵竹板棚子磷矿	川发龙蟒	60	2023年取得新采矿许可证, 目前正积极推进复工复产中	预计2024年底前后
西谷溪磷矿一期	明信实业	100	在建	预计2024年底前后
2024年拟建产能合计		550		
织金县银厂沟磷矿	贵州贵昱德矿业有限公司	50	项目已于2023年3月开工, 建设工期为24个月	预计2025年2月
织金摩天冲磷矿	锦麟化工	100	二采区预计2025Q1建成投产	预计2025Q1
马路槽磷矿	金正大(金兴矿业)	200	在建	预计2025H1投产
远安县杨柳矿区麻坪磷矿	宜安联合实业(兴发集团持股26%)	400	在建	预计2025H1投产
莲花山磷矿	新洋丰	150	2022年7月开工	预计2025年及以后
2025年拟建产能合计		900		
刘家山磷矿	和邦生物	120	已开工, 预计建设期为2年	2026年
昆阳磷矿二矿	云天化	200	在建	2026年
高峰磷矿	祥云股份	180	在建	2026年
寨湾磷矿	神农磷业	100	改扩建	2026年
老虎洞磷矿	川恒股份&川发龙蟒	500	在建	预计2026年底前后
西谷溪磷矿二期	明信实业	100	在建	预计2026年底前后
七里冲磷矿	圆融矿业	90	在建	预计2026年及以后
江家墩矿业东部矿段	湖北宜化	150	2023年11月完成采矿许可证办理, 目前正在建设中	预计2026年及以后
竹园沟磷矿	新洋丰	180	建设全面提速	预计2026年及以后
莲花山磷矿	放马山中磷矿业	150	在建	预计2026年及以后
2026年拟建产能合计		1770		
马边县老河坝矿区三号矿块	蜀能矿产	100	在建	预计2027年及以后
鸡公岭磷矿	川恒股份	250	2024年5月开工	预计2027年及以后
小沟磷矿	川发龙蟒(控股股东全资持有)	550	2024年3月开工	预计2027年及以后
开阳洋水矿区东翼深部磷矿	开磷集团	1200	在建, 已取得采矿许可证	投产时间未定, 预计2027年及以后
福泉英坪深部磷矿	瓮福集团	200+150	2024年6月, 英坪深部磷矿830m中段运输巷全线贯通	投产时间未定, 预计2027年及以后
永温磷矿	司尔特	300	2024年4月取得变更后的采矿权证	投产时间未定, 预计2027年及以后
/	湖北宜化(控股股东宜化集团)	290	现有磷矿总产能为330万吨/年, 后续磷矿规划产能为290万吨	投产时间未定, 预计2027年及以后
牛牛寨东段	云图控股	400	2023年8月开工建设	投产时间未定, 预计2027年及以后
牛牛寨西段&安居洛钾磷矿	云图控股		已取得探矿证, 目前正在积极推进安居洛钾磷矿的“探转采”	投产时间未定, 预计2027年及以后
白水河磷矿	兴发集团(控股子公司荆州荆化持有)		探矿阶段, 探明储量2.89亿吨	投产时间未定, 预计2027年及以后
桥沟磷矿	兴发集团(合营企业桥沟矿业持有)		探矿阶段, 探明储量1.88亿吨	投产时间未定, 预计2027年及以后
舒姑磷矿	东方铁塔	200	尚处于探转采阶段	投产时间未定, 预计2027年及以后
碗厂磷矿	云天化(目前公司持股35%)		待采矿权证取得后集团优先注入公司	投产时间未定, 预计2027年及以后
2027年及以后拟增产能合计		3640+		

来源: Wind, 矿业派, 矿业界, 磷化工, 公司公告, 贵州改革, 黔南工信, 农资头条, 光明日报, 蜀能矿产, 市场风向, 各公司公告, 雷波新闻网, 承德新闻网站, 四川明信能源, 贵州省发改委, 织金县水务局, 贵州省人民政府, 保康县人民政府, 隆化县人民政府, 荆门广播电视台, 长三角农资信息, 贵州日报天眼新闻, 贵州省自然资源厅, 宜昌市生态环境局, 昆明市晋宁区人民政府, 中煤矿建二十九工程处, 中煤科工集团武汉设计研究院, 中泰证券研究所

- 考虑到矿山建设周期较长且新建矿山投产后存产能爬坡期, 叠加近年来安全环保政策的持续趋严导致部分新建矿山实际扩产进度不及预期。综合我们梳理的未来几年国内磷矿石拟增产能, 假设: 1) 年底投产项目实际于次年起逐步贡献产能; 2) 预计上市企业当年度投产但无具体投产时间的项目按当年年中投产假设; 3) 除贵州开磷和贵州瓮福外其他非上市企业实际投产进度延后1年; 4) 投产后1-3年分别贡献名义产能的50%、80%、100%。基于以上假设, 根据测算, 预计2024-2026年国内磷矿石实际产量增量分别约79、351、488万吨。

图表 29: 2024-2026 年国内磷矿石预计实际产量增量表现

	名义拟增产能 (万吨/年)	实际拟增产量(万吨)		
		2024年	2025年	2026年
2024年	550	79	163	123
2025年	900	/	188	285
2026年	1770	/	/	80
合计新增	3220	79	351	488

来源: 中泰证券研究所

2.1.4 供给③：政策+资源+企业三维度论证实际产量增量或低于预期

- **1、政策：1) 国家：强化总量控制，推进高值转型。**2016 年国家将磷矿纳入战略性矿产。此后，伴随长江三磷政治以及中央生态环境保护督察的开展，政府部门从总量端强化控制（年开采量不得超过 1.5 亿吨），明确提出要加快磷资源的高效高值绿色应用，保障磷矿资源的可持续性。
- 2) 地方：四大主产地严控行业扩产。**为更好地控制当地磷资源的利用和流通，鄂、黔、川、滇四地政府在严格管控磷石膏排放的同时，审慎批复新矿山扩产、加快“小散乱污”企业淘汰退出。

图表 30：全国性磷矿石行业相关政策

发布时间	发布主体	发布文件	核心内容
2016年5月	财政部、国家税务总局	《关于全面推进资源税改革的通知》	实施矿产资源税从价计征改革；加强矿产资源税收优惠政策管理，提高资源综合利用效率
2016年7月	国务院办公厅	《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》	努力化解过剩产能：严格控制磷铵、黄磷等过剩行业新增产能
2016年9月	水利部、交通运输部、国土资源部	《长江岸线开发利用与保护规划》	统筹岸线资源开发利用；维系优良生态环境
2016年11月	国土资源部、发改委、工信部、财政部、环境保护部、商务部	《全国矿产资源规划（2016-2020年）》	磷矿被列入战略性非金属矿产；建设磷矿资源基地，发展先进采选技术，加强中低品位矿利用，磷矿石开采总量保持1.5亿吨/年左右，保障磷复肥供应能力
2019年5月	生态环境部	《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》	指导湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆、江苏等7省（市）开展磷矿、磷化工和磷石膏库的集中排查整治
2021年11月	国务院	《关于深入打好污染防治攻坚战的意见》	持续打好长江保护修复攻坚战；持续开展“三磷”行业整治等专项行动
2022年2月	非煤矿山安全监察司	《关于加强非煤矿山安全生产工作的指导意见》	推进矿山安全转型升级；引导长期停产停工、恢复无望的非煤矿山加快退出
2022年3月	工信部、发展改革委、科技部、生态环境部、应急部能源局	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	严控磷铵、黄磷等行业新增产能；提高磷石膏固废综合利用水平；鼓励企业加强磷钾伴生资源、黄磷尾气等资源化利用和无害化处理；积极推进中低品位磷矿高效采选技术开发；多措并举推进磷石膏减量化、资源化、无害化，稳妥推进磷化工“以渣定产”
2022年4月	应急管理部	《国务院安委会组织开展全国安全生产大检查综合督导和考核巡查工作》	自4月中旬至6月底，国务院安委会组织16个综合检查组，对31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团安全生产大检查情况进行综合督导
2023年12月	工信部、国家发改委、科学技术部、自然资源部、生态环境部、农业农村部、应急管理部、中国科学院	《推进磷资源高效高值利用实施方案》	强化资源保障支撑、提升创新发展能力、优化调整产业结构、推动安全绿色转型
2024年5月	国务院	《2024-2025年节能降碳行动方案》	石化化工行业节能降碳行动：严控磷铵、黄磷等行业新增产能

来源：发改委，生态环境部，中国政府网，国家矿山安全监察局，中泰证券研究所

图表 31：地方性磷矿石行业相关政策

省份	发布时间	发布主体	发布文件	核心内容
湖北省	2022年8月	湖北省应急管理厅	《关于加强磷石膏综合治理促进磷化工产业高质量发展的意见》	规范全省磷石膏库建设，促进全省磷化工产业高质量发展
	2022年9月	湖北省人民代表大会常务委员会	《湖北省磷石膏污染防治条例》	加强磷石膏污染防治，推进磷石膏综合利用，促进磷化工产业高质量发展
	2023年10月	湖北省人民政府	《湖北省化工产业转型升级实施方案（2023-2025年）》	实施集群突破行动，打造世界级磷化工产业集群；到2025年，磷石膏综合利用率超过65%，新产生的磷石膏全部实现无害化处理
贵州省	2022年4月	贵州省生态环境厅	《贵州省深化磷污染防治专项行动方案》	深入实施大生态战略行动，进一步巩固和提升磷污染防治攻坚战成效，着力推进磷化工行业企业高质量发展
	2024年5月	贵州省人民政府	《关于全面加强磷石膏综合利用推动磷化工产业绿色发展的意见》	加强全省磷石膏综合利用，推动磷化工产业绿色发展
四川省	2023年7月	四川省人民政府办公厅	《关于印发四川省长江流域总磷污染控制方案的通知》	深入打好长江保护修复攻坚战，全面提升总磷污染治理水平，推进长江水生态环境提质升级
	2023年7月	四川省经济和信息化厅 四川省自然资源厅 四川省生态环境厅	《四川省推动磷化工行业节能与绿色低碳发展实施方案》	加快推动四川省磷矿资源高效绿色开采利用，提升磷化工行业能效水平和资源综合利用率
云南省	2023年10月	云南省生态环境厅	《长江流域（云南段）总磷污染控制方案》	推动磷矿及磷化工行业转型升级；提升工业源污染防治水平；提升生活源总磷污染治理；强化农业源总磷污染综合防控；大力开展生态保护修复
	2023年12月	云南省工业和信息化厅等13部	《云南省全面推进磷石膏综合利用工作方案》	深入推进全省磷石膏综合治理，全面提高磷石膏综合利用水平

来源：湖北省人民政府，潜江市人民政府，贵州省人民政府，四川省人民政府，云南省人民政府，云南省工业和信息化厅，中泰证券研究所

- **2、资源：1）国内磷矿贫矿和难选矿多**，近 90.8%的磷矿为中低品位矿，平均品位 16.85%，远低于摩洛哥的 33%和美国的 30%。2022 年国内磷矿可采储量平均品位约 23%，远低于 30%的全球平均水平。品位大于 30%的富矿储量仅 3.6 亿吨（低于总储量的 10%，均分布于四大主产省）。

图表 32：2022 年国内磷矿石品位分布（折 P₂O₅）

省份	湖北	云南	贵州	湖南	四川
磷矿储量占比	29%	19%	17%	9%	7%
平均品位	22.20%	22.34%	22.30%	16.06%	21.20%

来源：隆众资讯订阅号，《中国磷矿选矿研究现状与展望》，中泰证券研究所

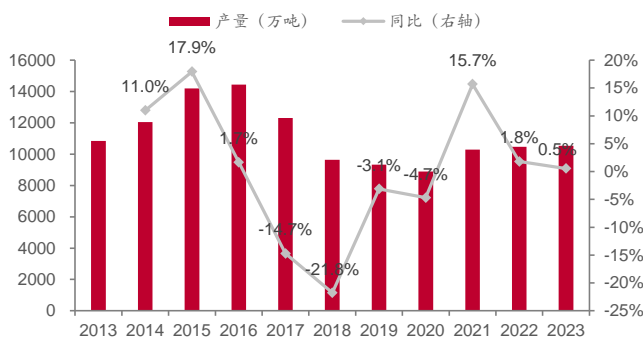
- **2）品位下降抵减实际有效增量**。根据农资导报，部分企业入选原矿 P₂O₅ 的品位已由 2012 年的 24%以上降至 2018 年的 18%-20%，预计 2025 年入选原矿品位或进一步降低至 15%-16%。根据测算，若国内可开采磷矿平均品位再下降 1pct，1 亿吨磷矿石对应约 593 万吨有效供给减少。
- **3）深部磷矿开采难度大且面临岩爆危险**。当前，新发现磷矿资源埋藏深度多集中于 500-700m 的地层中，少数超 1000m。在找矿难度加深的同时，磷矿勘探及开采过程中的岩爆问题或也对人员和设备安全产生威胁。

图表 33：新开采矿多为深部磷矿体，找矿难度显著加大

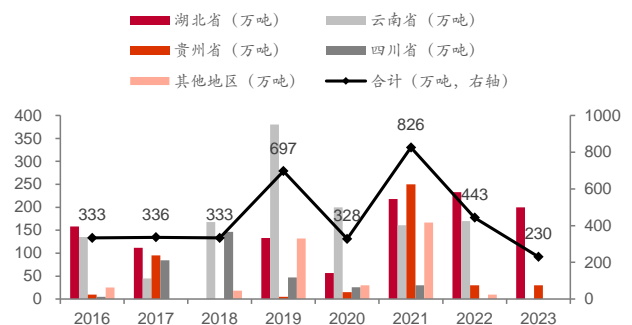
省份	磷矿项目	特点
四川省	绵阳市清平磷矿	矿山深部磷矿层已被证实为大型磷矿层且被纳入全国危机矿山集体资源找矿专矿成果报告之一
	开阳洋水矿区东翼深部磷矿	
贵州省	福泉英坪深部磷矿 福泉磨坊深部磷矿	
云南省	镇雄县羊场-芒部地区磷矿	成功实现云南省深部隐伏磷矿找矿技术重大突破
湖北省	宜昌磷矿东深部勘查区	磷矿层均埋于地下、为隐伏矿床，大部分埋藏深度为1000米、最深达1700米，地表同时具有深大密林覆盖，找矿难度极大

来源：四川省第二地质大队，贵州省自然资源厅，云南省地质调查局，中国自然资源报，中泰证券研究所

- **3、企业：1）安监环保督察深入，不达标产能陆续退出**。自 2017 年起，国内部分不达标矿山陆续限采、停采。根据百川盈孚统计，2016-2023 年国内年均磷矿退出产能高达 441 万吨。

图表 34：2013-2023 年国内磷矿石产量及同比变化


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 35：2016-2023 年国内分省份磷矿石退出产能


来源：百川盈孚，中泰证券研究所（注：数据截至 2024 年 8 月）

- **历史经验看，已规划待投产产能同样存延期可能。**一般情况下，新建矿山需耗时 3-5 年环保建设才可投产且建成后仍需 1-2 年才可完成产能爬坡。近年来，受公共卫生事件、安全环保等各类因素影响，部分已规划磷矿项目投产（复产）延期现象频出。

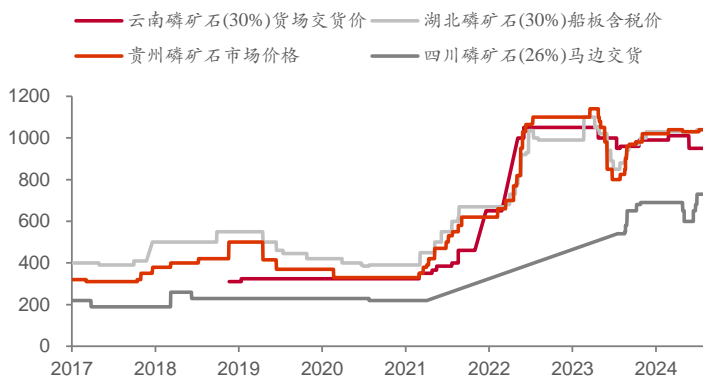
图表 36：近年来国内磷矿部分待投产产能延期情况

生产企业	磷矿项目	延期情况
瓮福集团	英坪深部磷矿	预计2024年底建成，2025年投产并达产200万吨，比评估预测假设延迟一年半左右
	磨坊深部磷矿	预计2025年6月建成，2025年8月全面投产，2026年达产150万吨，比评估预测假设延迟一年半左右
澄星股份	湾箐磷矿年产50万吨/年磷矿开采建设项目	正在加快推进办理相关权证的延期手续，磷矿产能尚未完全恢复，磷矿复工复产工作有序推进中
祥云股份	高烽磷矿	日渐趋严的矿山安全管理政策或使得高烽磷矿建设趋缓、暂时停止建设或者设计不合理要求整改等
川发龙蟒	绵竹板棚子磷矿	矿山因矿区范围与四川九顶山自然保护区及大熊猫国家公园部分重叠于2017年6月停产；2023年1月取得新《采矿许可证》，截至目前尚未复工复产，初步预计2024年底前后复工复产

来源：Wind，各公司公告，中泰证券研究所

2.1.5 价格：中短期维持紧平衡，景气高位有望延续

- **当前国内磷矿石价格居历史高位。**根据 Wind，截至 9 月 6 日，国内四大磷矿主产地湖北、贵州、四川和云南的磷矿石价格分别为 1040、1040、730 和 950 元/吨，位于 2017 年来的 92%、88%、100%和 86%分位。

图表 37：2017 年至今国内四大磷矿石主产省价格走势变化


来源：Wind，中泰证券研究所（注：单位为元/吨）

- **紧平衡格局支撑价格，中短期景气有望维持。**如前所述，2024-2026 年国内磷矿石产量预计分别新增 79、351、488 万吨，对应当年度磷矿石产量分别为 10610、10961、11449 万吨。进出口上看，根据海关总署，2024 年 1-7 月，国内磷矿石进出口量约 108.7 和 4.4 万吨，同比+42.7%和-78.5%。假设 2024 年国内磷矿石出口同比增速分别为+30%和-75%且后续年份保持不变，对应进出口量 197.0 和 7.3 万吨。结合前文我们对国内磷矿需求的判断，预计 2024-2026 年行业供需差约-203、-106、159 万吨。

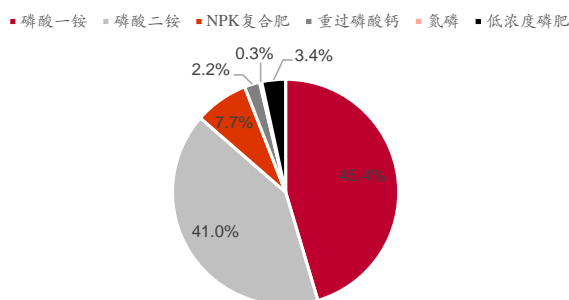
图表 38: 2022-2026 年国内磷矿石供需平衡表预测

	单位	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1、产能	万吨/年	10816	11046	11596	12496	14266
2、产量	万吨	10475	10531	10610	10961	11449
	yoy		0.5%	0.8%	3.3%	4.5%
3、产能利用率		96.8%	95.3%	91.5%	87.7%	80.3%
4、进口量	万吨	3.2	140.7	197.0	197.0	197.0
5、出口量	万吨	54.8	29.3	7.3	7.3	7.3
6、消费量	万吨	10423	10642	11002	11257	11479
	yoy		2.1%	3.4%	2.3%	2.0%
1) 磷酸一铵	万吨	1960	2050	2000	2020	2040
2) 磷酸二铵	万吨	2340	2460	2500	2538	2576
3) 重钙	万吨	256	288	288	291	294
4) 工业级磷酸一铵	万吨	525	788	840	848	865
4) 饲料级磷酸一铵	万吨	540	490	500	510	520
5) 黄磷	万吨	800	650	600	600	600
6) 湿法净化磷酸	万吨	675	1035	1170	1346	1480
7) 其他	万吨	3327	2882	3104	3104	3104
供需差	万吨			-203	-106	159

来源: Wind, 百川盈孚, 海关总署, 中泰证券研究所

2.2 磷肥: 农需表现平稳增长, 磷铵景气整体趋稳

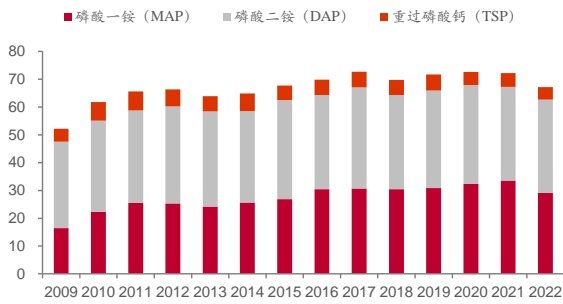
- **磷铵是国内最主要的磷肥产品。**高浓度磷肥包括磷酸一铵、磷酸二铵、NPK 复合肥、重过磷酸钙和氮磷等, 2023 年合计产量 1560.8 万吨, 约占磷肥总产量的 96.6%。其中, 磷酸一铵和磷酸二铵是最主要的磷肥产品, 二者合计产量占比高达 86.4%。

图表 39: 2023 年中国磷肥市场结构


来源: 中商产业研究院, 中泰证券研究所

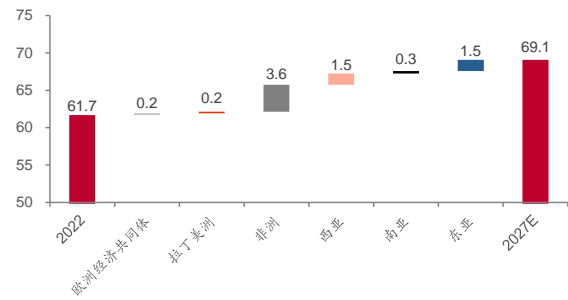
- **全球磷肥产量及需求量表现平稳增长。**根据 Statista, 2022 年全球磷酸一铵、磷酸二铵和重过磷酸钙的产量分别为 29.2、33.5、4.5 百万公吨, 同比-13.1%、-0.6%和-8.8%, 2009-2022 年产量 CAGR 约 4.5%、0.6%和-1.1%。根据 IFA 的预测, 到 2027 年全球磷肥产能(折纯 P_2O_5)约 69.1 百万吨, 2022-2027 年产能 CAGR 约 2.3%。需求方面, 2023/2024 年全球农用化肥需求量约 195.4 百万公吨, 其中磷肥(折纯 P_2O_5)需求量约 47.1 百万公吨, 同比+1.9%, 2011-2023 年需求量 CAGR 约 1.1%, 整体磷肥需求约占全球化肥总需求的比重的近 1/4。

图表 40: 2009-2022 年全球主要磷肥产量变化



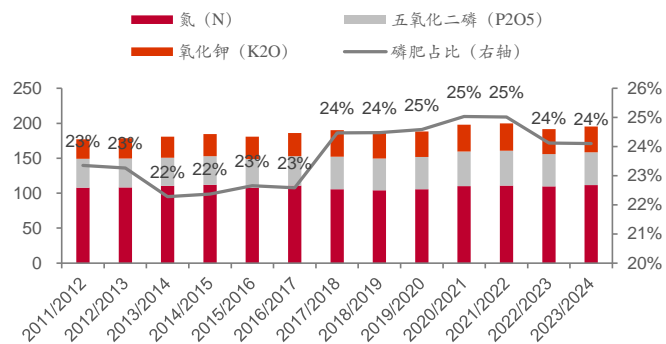
来源: Statista, 中泰证券研究所 (注: 单位为百万公吨)

图表 41: 2022-2027 年全球磷肥产能变化 (按地区)



来源: IFA, 中泰证券研究所 (注: 单位为百万吨)

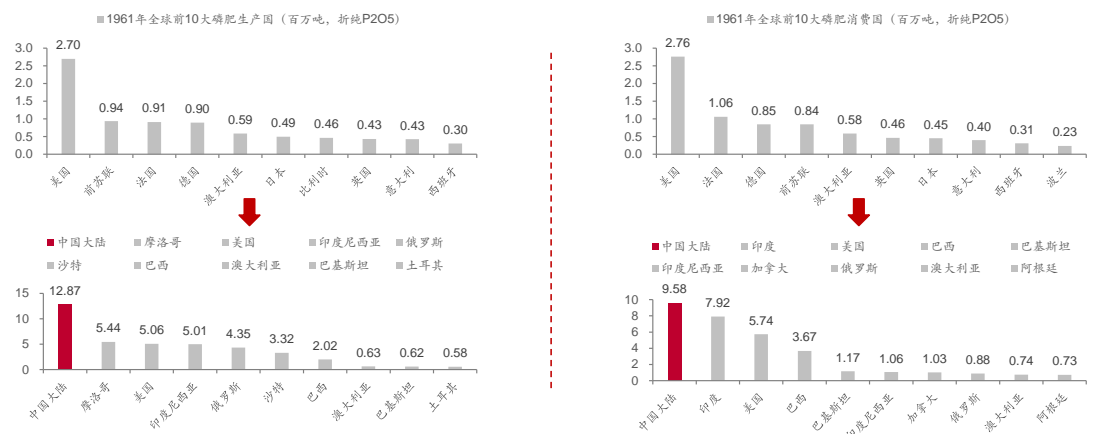
图表 42: 2011/2012-2023/2024 年全球农用化肥需求量变化 (按养分)



来源: Statista, 中泰证券研究所 (注: 单位为百万公吨)

- **我国是全球最大的磷肥生产和消费国。**2005 年我国磷肥产量首次超越美国跃居全球第一并保持至今。近年来, 受俄乌冲突等地缘因素影响, 各国对粮食安全的重视程度不断加深, 粮食作物播种面积稳中有升。根据 Wind, 2023 年中国粮食作物累计播种面积 1.2 亿公顷, 同比+0.5%, 2011-2023 年 CAGR 约 0.4%。根据 FAOSTAT, 2022 年国内磷肥产量及农用磷肥需求量约 12.9 和 9.6 百万吨, 均处全球首位。

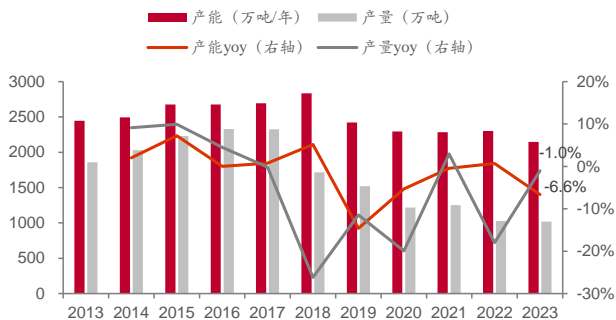
图表 43: 不同年份全球磷肥主要生产和消费国变化 (1961 年 vs 2022 年)



来源: FAOSTAT, 《世界肥料产业发展趋势及展望》, 中泰证券研究所

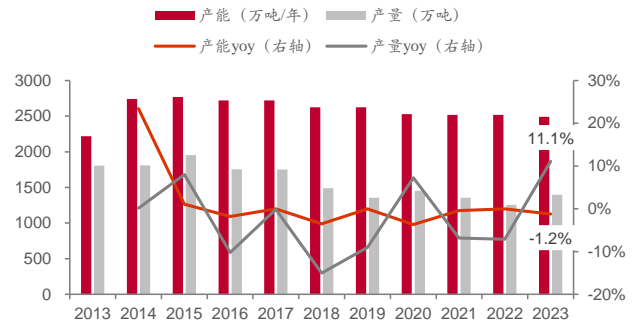
- 国内磷肥行业过剩问题初步缓解。我国自 2007 年实现磷肥国产替代后磷铵产能产量快速提升。2016-2017 年,国内化肥产业开启供给侧改革,2018 年磷酸一铵和磷酸二铵产量同比-26.2%和-15.0%。2023 年,国内磷酸一铵和磷酸二铵年产能 2148 和 2489 万吨,同比-6.6%和-1.2%;产量 1019 和 1397 万吨,同比-1.0%和+11.1%。2023 年 12 月底,工信部等八部联合印发《推进磷资源高效高值利用实施方案》,提出要严控磷铵行业新增产能,行业阶段性供需过剩现象已得到明显改善。

图表 44: 2013-2023 年国内磷酸一铵产能及产量变化



来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所

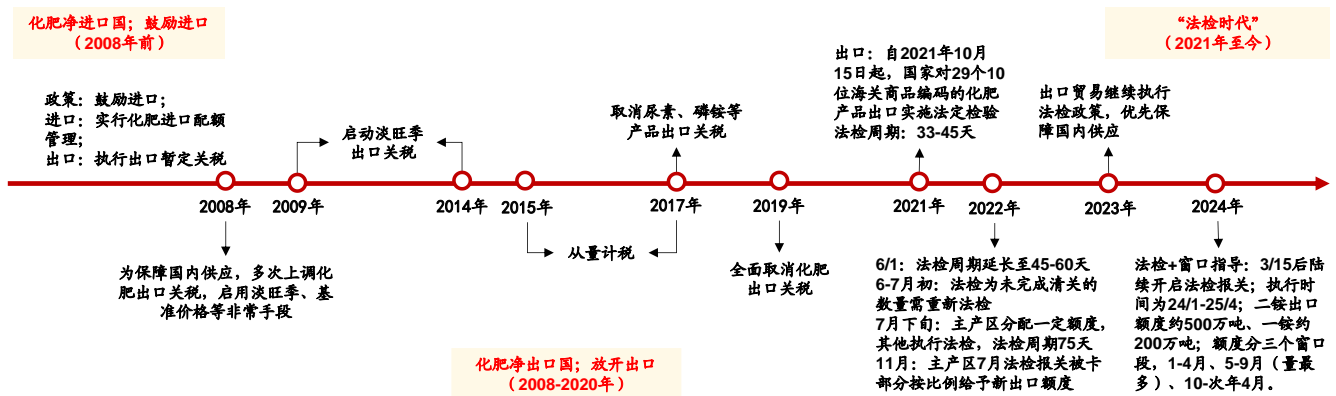
图表 45: 2013-2023 年国内磷酸二铵产能及产量变化



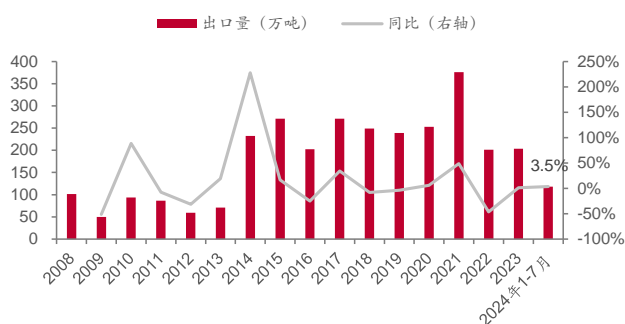
来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所

- 法检政策落地后,国内磷肥出口量显著减少。2021 年,受公共卫生事件影响,全球供应链受阻下化肥价格高企。为优先保障国内供应,海关总署自 2021 年 10 月 15 日起对 29 个 10 位海关编码的化肥产品出口实施法定检验。2022 年,随法检政策的正式实施,磷酸一铵和磷酸二铵出口量大幅下降 46.5%和 42.8%。2024 年 1-7 月,磷酸一铵和磷酸二铵累计出口 118 和 203 万吨,同比+3.5%和-30.5%。

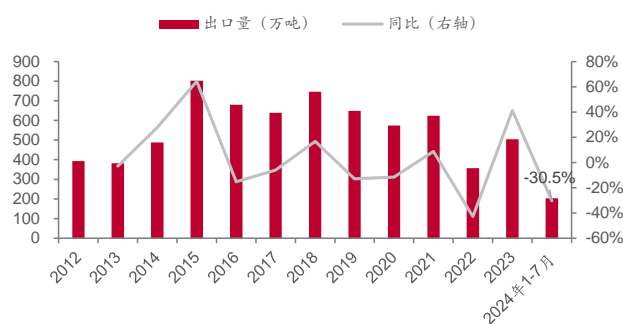
图表 46: 中国化肥进出口政策变化



来源: 观磷肥, 磷化工, 百川盈孚, 中国化肥信息, 中国无机盐工业协会中微肥分会, 中泰证券研究所

图表 47: 2008-2024M7 国内磷酸一铵出口量变化


来源: Wind, 中泰证券研究所

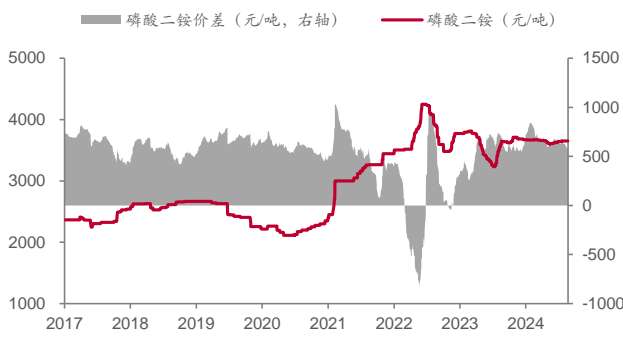
图表 48: 2012-2024M7 国内磷酸二铵出口量变化


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 季节性旺季将至+工厂库存低位, 磷铵景气中枢或上移。**根据 Wind, 截至 9 月 6 日, 磷酸一铵和磷酸二铵市场价约 3237 和 3651 元/吨, 位于 2017 年来的 52.2%和 72.0%分位; 价差约 636 和 551 元/吨, 位于 2017 年来的 38.4%和 73.3%分位。库存方面, 9 月 6 日当周, 国内磷酸一铵和磷酸二铵工厂库存约 11.7 和 8.4 万吨, 位于 2017 年来的 19.4%和 25.0%分位。往后看, 传统秋肥备肥旺季刺激海内外磷铵需求回升; 叠加当前较低的社会库存表现及后续国内磷铵产能增量严格受控, 产品价格价差存进一步向上空间。

图表 49: 2017 年至今国内磷酸一铵价格价差


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 50: 2017 年至今国内磷酸二铵价格价差


来源: Wind, 中泰证券研究所

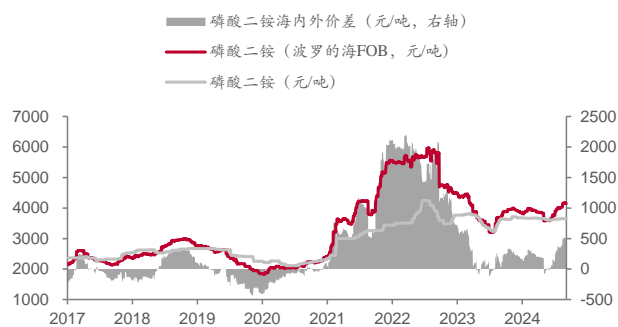
- 海外方面, 2021Q1, 俄乌地缘冲突引发海外能源价格高企、全球海运受阻, 国际粮价大幅上涨; 叠加全球农资迎新一轮大补库期, 国际磷肥市场价快速上行, 磷酸一铵和磷酸二铵的海内外价差最高增扩至 4151 和 2218 元/吨。**随能源价格回落以及化肥供应的恢复, 海内外磷铵价差显著收窄, 以 FOB 波罗的海磷铵价格为国际参考价, 截至 9 月 6 日, 海内外磷酸一铵和磷酸二铵的价差约 976 和 496 元/吨, 位于 2017 年来的 24.1%和 35.0%分位。

图表 51: 2017 年至今海内外磷酸一铵价格价差



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 52: 2017 年至今海内外磷酸二铵价格价差



来源: Wind, 中泰证券研究所

三、资源+规模+品牌+一体化，高分红国企优质标杆

3.1 多壁垒构筑护城河，淬炼世界级磷化工巨头

3.1.1 资源：磷矿&煤炭&合成氨高度配套且后续存增量期权

- 1) 磷矿：**
 - ① **已有磷资源高度自给：**经测算，2023 年底公司磷矿资源储量和采选规模的国内市占率约 21.7% 和 13.1%，均居国内前列。
 - ② **新获探矿权未来弹性大：**2024 年 2 月，参股公司聚磷新材（云天化集团持股 55%、公司持股 35%）以 8 亿元竞得云南省镇雄县碗厂磷矿普查探矿权。目前，云天化集团已承诺待聚磷新材取得合法有效的采矿许可证后 3 年内将优先考虑将其控制权按照相关条件注入公司。镇雄县碗厂磷矿位于镇雄县羊场—芒部磷矿区的冯家沟、祝家厂和庆坝村内。根据矿业界，冯家沟和祝家厂两区块初步估算具备磷矿石资源量 11.45 亿吨。待优质磷矿资源注入，公司磷矿资源储量将再上台阶。

图表 53: 国内重点磷化工企业磷矿石储量和产量表现

企业名称	磷矿石储量 (亿吨)	磷矿石采选能力 (万吨/年)
贵州磷化集团 (开磷&瓮福合并)	15	未披露
云天化	≈8	1450
川恒股份	5.3	300
湖北三宁	5	100
新洋丰	≈5	90
兴发集团	4.05	585
云图控股	1.81	未披露
澄星股份	1.5	110
司尔特	≈1.4	380
川发龙蟒	1.35	410
湖北宜化	1.3	30
和邦生物	0.9091	未披露
芭田股份	0.6392	90
2023年国内合计	36.9	11046

来源: Wind, 农资头条, 华瑞矿业, 各公司公告, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2023 年年底)

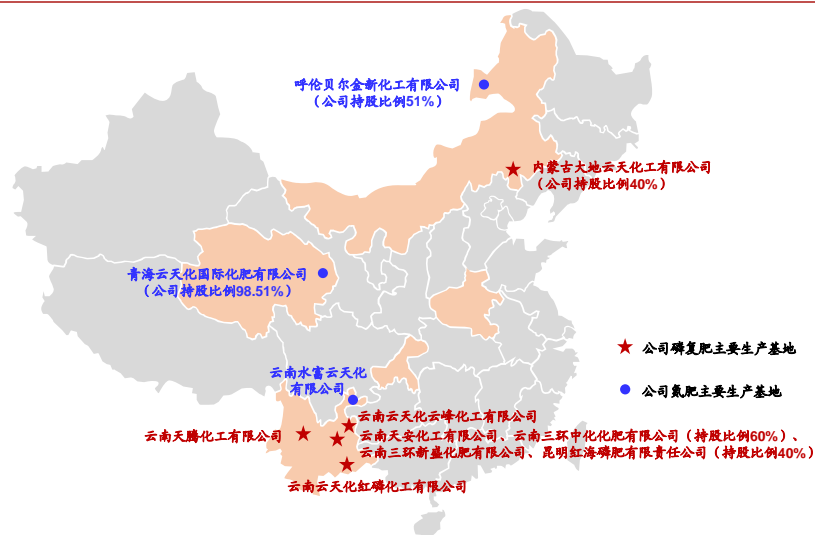
- 2) 煤炭&合成氨：**煤炭方面，公司在内蒙古呼伦贝尔地区配套大型露天开采煤矿，开采能力 400 万吨/年，可为北方基地合成氨生产提供稳定原

料。合成氨方面，公司先后于 2020 年和 2023 年完成对大为制氨和青海云天化 93.89%和 98.51%的股权收购，合成氨配套产能不断增加，2023 年公司已拥有合成氨年产能 240 万吨，自给率 95%左右。

3.1.2 规模：生产基地众多且地理条件优越，核心产品国内市占率高

- 1) **产品矩阵**：作为具备强资源优势的国内领先型化肥生产企业，到 2023 年底，公司拥有化肥年产能 1000 万吨，其中尿素 260 万吨/年、磷肥 555 万吨/年、复合肥 185 万吨/年。精细化工方面，公司于 1999 年引进欧洲聚甲醛技术并于 2001 年建成国内首条万吨级产线，实现进口替代。到 2023 年底，公司具备聚甲醛、季戊四醇和甲醇年产能 9、1 和 26 万吨，是国内最大的聚甲醛生产商。基地布局上看，公司现已在云南、重庆、内蒙、青海等 10 余个省市建有生产基地，产能规模位居国内前列。

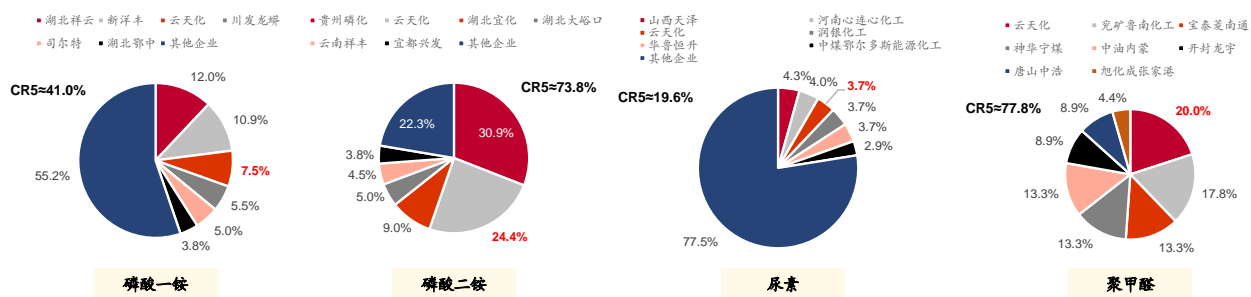
图表 54：公司核心磷复肥及氮肥生产基地



来源：公司官网，中泰证券研究所（注：黄色底纹表示公司各产品核心生产基地）

- 2) **市场份额**：结合公告和百川盈孚，2023 年公司磷酸一铵、磷酸二铵、尿素、聚甲醛、饲料级磷酸一二钙的国内产能市占率分别约 7.5%、24.4%、3.7%、20%、70%。在此基础上，公司拥有万余个加盟商和分销商；云天化国际营销中心在境内外合计设有十余家分子公司。

图表 55：公司各主营产品产能均居国内前列

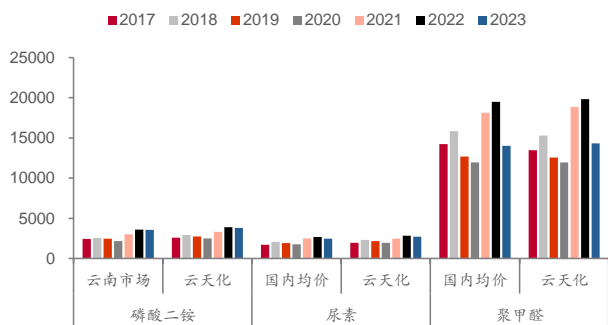


来源：公司公告，百川盈孚，中泰证券研究所（注：数据截至 2024 年 8 月）

3.1.3 品牌：产品溢价销售，从中国走向世界

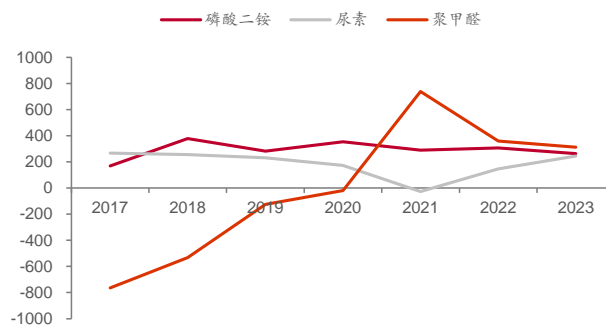
- 化肥是公司传统主业，历经五十年发展，当前公司已拥有“三环”、“金富瑞”等磷肥全国知名品牌和“金沙江”、“花山”、“云天化”等尿素国内知名品牌。根据化肥产业信息中心，2023年云天化化肥品牌指数90.9，仅次于中化化肥，位居全国化肥十大品牌次席。
- 1)产品存溢价:2023年公司磷酸二铵、尿素和聚甲醛外售均价约3819、2720、14323元/吨，相比市场价，存263、246、313元/吨的产品溢价。

图表 56: 2017-2023 年公司产品均价与国内均价对比



来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 单位为元/吨)

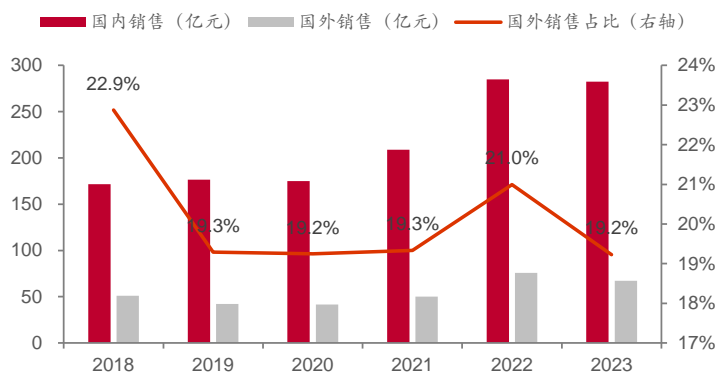
图表 57: 强品牌赋能下, 公司充分享受产品溢价



来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 单位为元/吨)

- 2)全球化经营: 公司自产产品海内外销售规模整体扩增, 2018-2023年海外业务占比基本保持在20%。此外, 云天化积极融入“一带一路”倡议, 依托自身在工业和农业领域的技术优势, 依托中老铁路和中越口岸构建“中南半岛”、“孟中印缅”经济走廊战略合作, 并在非洲、美洲、澳洲等市场搭建国际化网络体系。

图表 58: 2018-2023 年公司自产产品国外销售营收占比约 20%

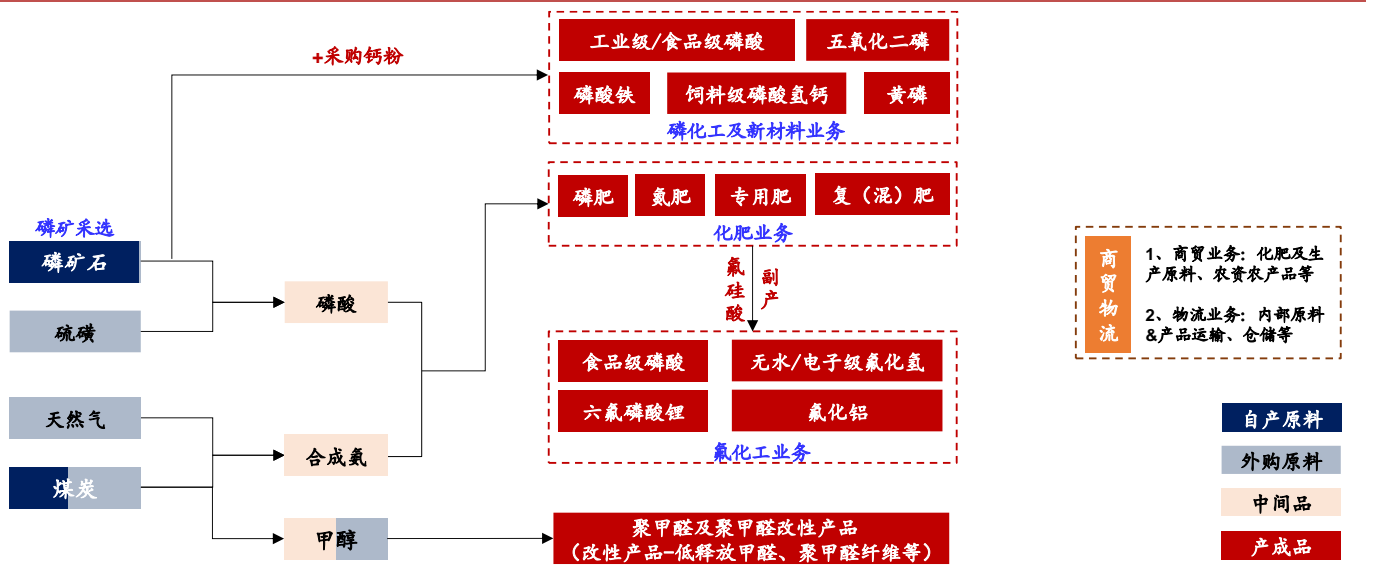


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

3.1.4 一体化：高自给率带来强成本盈利优势

- 磷矿采选、化肥、磷化工及新材料和商贸物流是公司四大核心业务。高原料自给率下坚持灵活采购、柔性生产, 公司依托“矿化一体”产业链配套及运营模式, 有效平抑原材料价格波动风险、增厚产品盈利空间。

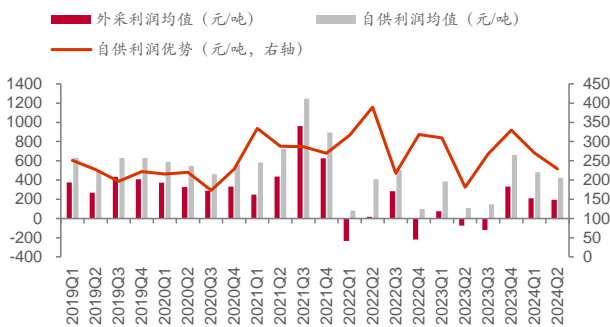
图表 59: 公司已形成较为完整的产业链和一体化运营模式



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

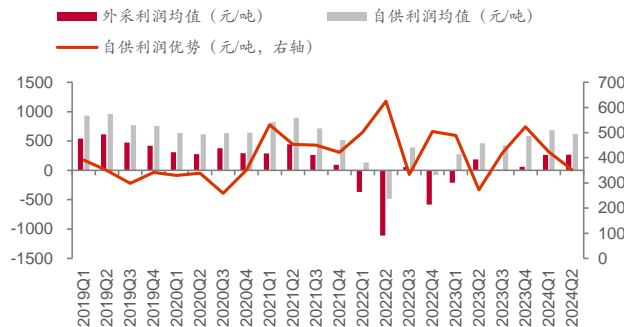
- 1) 原料自供背景下, 显著增厚产品盈利空间: 对比磷矿石及合成氨(煤制)配套自用和全部外购背景下的磷酸一铵和磷酸二铵产品利润空间, 2019Q1-2024Q2, 已实现原料完全配套下的磷酸一铵和磷酸二铵具备约 261 和 407 元/吨的盈利优势。若考虑硫磺原料的战略性采购, 预计利润优势还可进一步放大。

图表 60: 2019Q1-2024Q2 磷酸一铵在原料自给下的利润优势约 261 元/吨



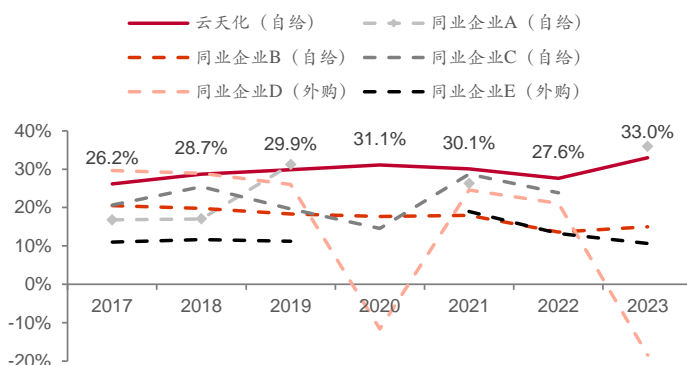
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 61: 2019Q1-2024Q2 磷酸二铵在原料自给下的利润优势约 407 元/吨



来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 单位为元/吨)

- 2) 磷肥毛利率表现优于同业且保持相对稳定: 云天化磷肥产品以磷酸一铵和磷酸二铵为主, 2017-2023 年磷肥产品综合毛利率均值约 29.5%, 领先其他具备磷矿资源配套的生产企业约 5.9 个百分点; 较磷矿外采企业相比领先 15.9 个百分点。

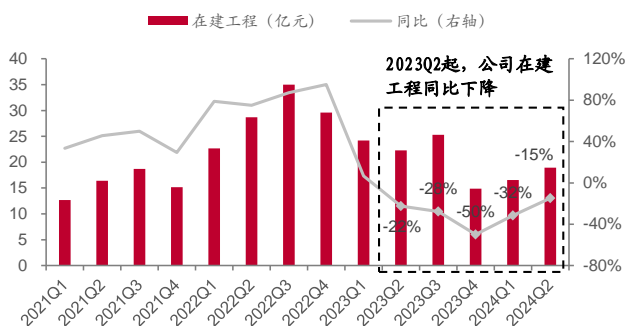
图表 62：2017-2023 年公司磷肥产品综合毛利率领先同业且长期稳定


来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所（注：云天化磷肥产品以磷酸一铵和磷酸二铵综合毛利率测算；同业企业 A、同业企业 C、同业企业 E 以磷酸一铵产品近似计算；同业企业 B、同业企业 D 为磷（复）肥产品）

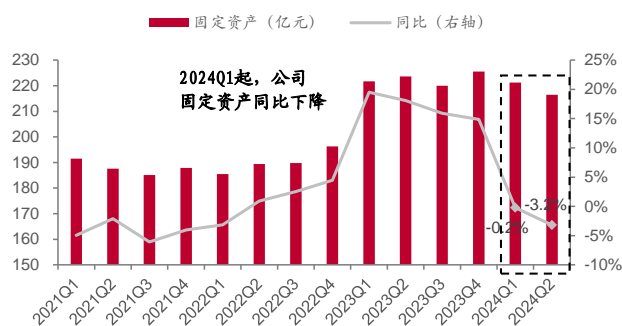
3.2 理性投资深化改革，打造高分红旗舰型龙头

3.2.1 合理控制开支节奏，保障公司可持续发展

- 1) 存量规划:** 截至 2023 年底，公司在建工程及固定资产总额分别为 14.9 和 225.5 亿元，同比-14.8 和+29.2 亿元。季度维度看，公司在建工程总额自 2023Q2 起已连续四个季度同比向下且自 2024Q1 起固定资产总额也开始出现同比负增。对比同业，若我们以申万（2021）分类中磷肥及磷化工行业其他 8 家上市公司为参考，公司在建工程总额较同业企业相比率先出现拐点；固定资产表现同样整体趋稳。

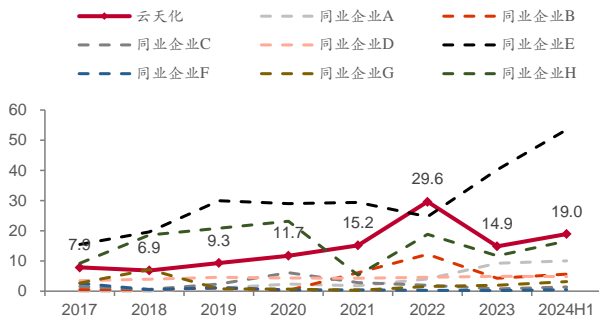
图表 63：2021Q1-2024Q2 公司在建工程总额变化


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 64：2021Q1-2024Q2 公司固定资产总额变化


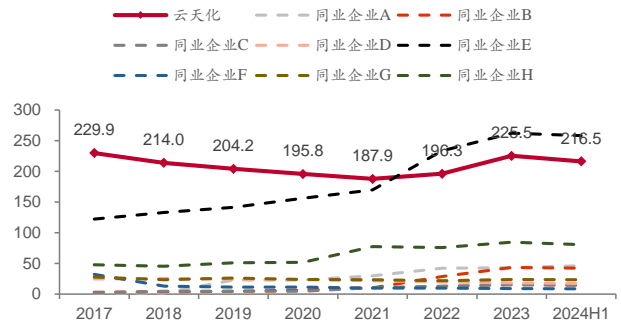
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 65: 国内磷化工企业在建工程总额对比



来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 单位为亿元)

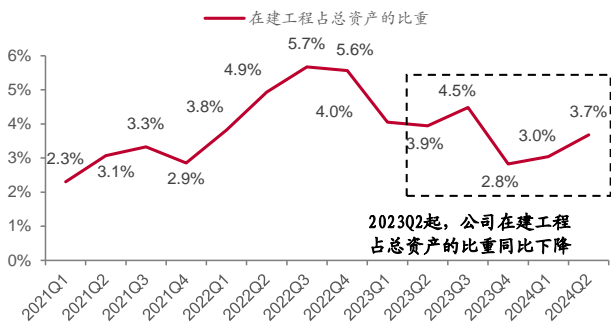
图表 66: 国内磷化工企业固定资产总额对比



来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 单位为亿元)

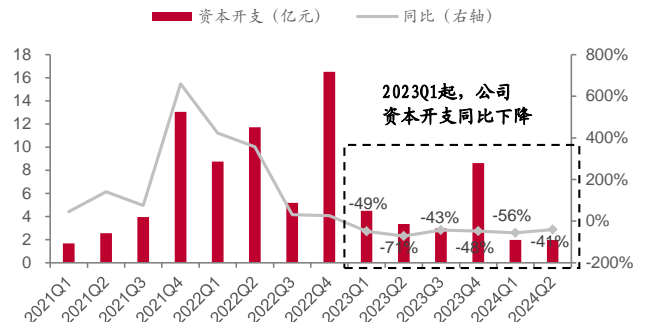
- **3) 增量意愿:** 截至 2023 年底, 公司在建工程占总资产的比重约 2.8%, 同比-2.7pct; 累计资本开支 19.4 亿元, 同比下降 22.7 亿元。季度维度看, 公司在建工程占固定资产的比重自 2023Q2 起同比下降, 资本开支自 2023Q1 起同比走弱。到 2024Q2 末, 公司在建工程占总资产的比值和资本开支总额分别为 3.7% 和 2.0 亿元, 同比-0.3pct 和下降 1.4 亿元。同样横向对比其他同业企业可见, 公司在建工程占自身总资产的比值长期处行业中游且近年来不断降低; 资本开支意愿自 2023 年起快速减弱。

图表 67: 2021Q1-2024Q2 公司在建工程占总资产的比重变化



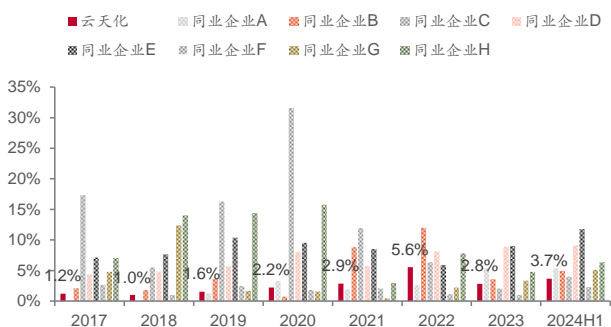
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 68: 2021Q1-2024Q2 公司资本开支总额变化



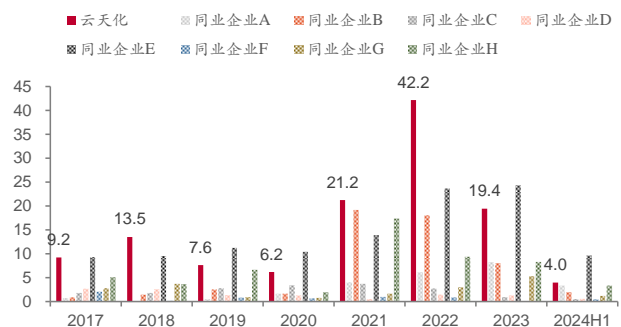
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 69: 国内磷化工企业在建工程占总资产比重对比



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 70: 国内磷化工企业资本开支表现对比

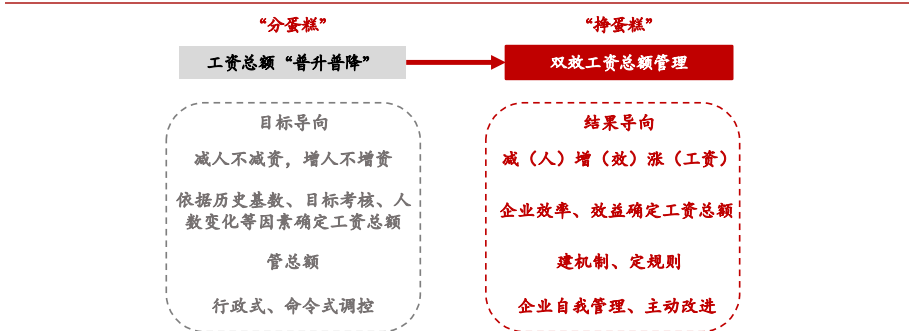


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 单位为亿元)

3.2.2 深度推进国企改革，综合治理能力上台阶

- (一) **把握双百行动契机，提升企业内部效能。**2018年，公司入围国企改革“双百行动”名单，成为云南省唯一纳入国企改革“双百行动”的上市企业。2022-2023年，云天化连续两年获评改革最高等次“标杆”评级，同时也是云南省唯一获此荣誉的企业。
- 1) 人员管理刀刃向内，提升人力资源效能。**
 - ①**身份市场化：**云天化及其下属单位经理层的53名领导干部通过内部转聘方式率先完成身份转换，由原来的国企领导干部转变为市场化的职业经理人；
 - ②**管理契约化：**严格目标考核和任期管理，签订劳动合同书、聘用合同书、年度/任期业绩合同书；
 - ③**“双效工资”总额管理：**以双效为原则，强化薪酬总额与经营结果的直接挂钩。
 - ④**人才管理市场化：**采用内部竞聘、组阁制和外部市场化引进相结合的方式，实现在岗人员总量下降50%、组织机构压缩50%、干部配置精简50%、机关管理和后勤服务人员精简50%的“四个50%”人员优化改革成效。

图表 71：云天化双效工资总额管理模式



来源：中国农资传媒，中泰证券研究所

- 2) 推行股权激励计划，绑定核心人员利益。**2018年公司实施限制性股票激励计划。首次授予日为2018年12月14日，授予数量为1.06亿股，授予人数为930人。2019年11月12日，公司向47名激励对象授予预留限制性股票，授予数量475.98万股。根据业绩考核目标，首次授予限制性股票2019-2021年归母净利润增长率应不低于2017年公司归母净利润的10%、50%、150%；预留部分限制性股票2020-2021年归母净利润增长率不低于2017年基数值的50%、150%。

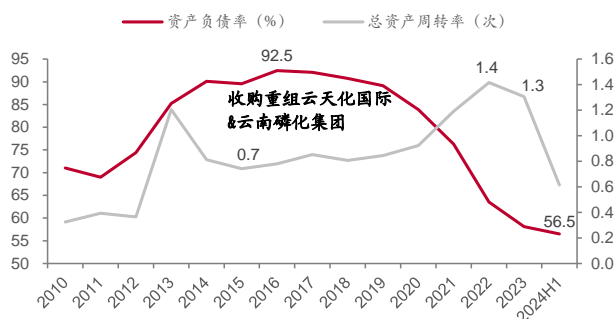
图表 72：首次授予限制性股票激励对象名单及授予情况

姓名	职务	授予股票数量 (万股)	占授予限制性 股票比例	占授予前总股本 的比例
段文瀚	副董事长、总经理	73.08	0.69%	0.06%
师永林	副总经理	51.16	0.48%	0.04%
钟德红	董事会秘书、财务总监	51.16	0.48%	0.04%
易宣刚	副总经理	51.16	0.48%	0.04%
李建昌	纪委书记	51.16	0.48%	0.04%
小计 (5人)		277.72	2.61%	0.21%
核心管理、技术和业务骨干 (925人)		10,351.86	97.39%	7.83%
合计 (930人)		10,629.58	100.00%	8.04%

来源：公司公告，中泰证券研究所

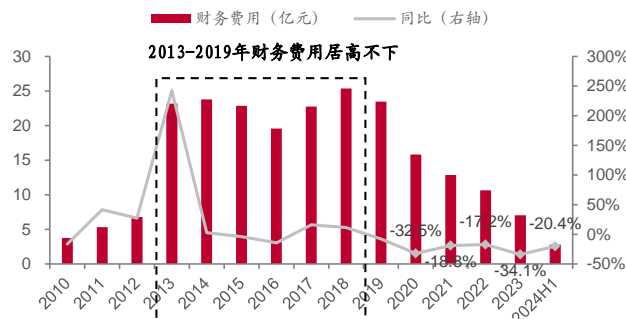
- **3) 骨干员工超额激励, 业务团队捆绑激励。**对于骨干员工, 根据《超额利润分享实施方案》, 按“两级提成、两级分享”模式, 在公司完成年度利润目标的前提下, 对超过年度利润目标的超额利润按不超过 10% 的比例提取奖励, 统一分配到协同和贡献度较高的下属单位; 对超过年度利润目标的下属单位, 经公司审定后按 5%-10% 的比例提取超额利润奖励。针对新业务团队, 自 2021 年实施业绩捆绑激励机制起, 到 2023 年 10 月, 合计覆盖 378 名管理人员和项目骨干, 缴纳业绩捆绑金超千万。
- **(二) 提质增效: 财务&管理费用实现双降, 研发创新成果转化率高。**
- **财务费用上看**, 2013-2019 年公司财务费用基本保持在 20 亿元以上。2020 年, 得益于带息负债规模和综合融资成本的降低, 以及公司管理费用的会计调整, 财务费用明显下降, 到 2023 年底已降低至 10 亿元以下, 2024H1 财务费用约 2.8 亿元, 同比-20.4%。有息负债方面, 截至 2023 年底, 公司有息负债规模和有息负债率约 196.3 亿元和 37.3%, 同比下降 27.3 亿元和 4.7 个百分点。
- **管理费用上看**, 人员精简带动管理费用显著下降, 在职员工人数从 2014 年峰值时的 20216 人下降至 2023 年底的 11893 人。2023 年公司管理费用合计支出 9.9 亿元, 同比-0.4 亿元, 较 2013 年高点时的 23.0 亿元相比大幅下降 13.1 亿元; 管理费用率上看, 2023 年公司管理费用率(不含研发)约 1.4%, 同比+0.1pct, 较 2014 年高点时的 4.2%相比-2.7pct。
- **销售费用上看**, 2013-2019 年公司销售费用均保持在 20 亿元以上。2020 年, 一方面基于公司销售费用的会计调整, 调整后销售费用大幅下降 17.2 亿元; 另一方面得益于公司物流管理的优化以及销售区域的变动, 公司单吨物流费用和运输装卸费有所下降, 2020 年公司销售费用 7.8 亿元、销售费用率 1.5%, 调整后同比下降 70.0%和 3.3 个百分点。2024H1, 公司销售费用和销售费用率分别为 3.7 亿元和 1.1%, 同比下降 0.02 亿元和上升 0.1 个百分点, 较高点下降 29.4 亿元和 4.8 个百分点。
- **多维度改善背景下, 公司资产负债率显著下滑、总资产周转率提升明显。**截至 2023 年底, 公司资产负债率和总资产周转率约 58.1%和 1.3 次, 同比-5.4pct 和-0.1 次。

图表 73: 公司资产负债率及总资产周转率变化

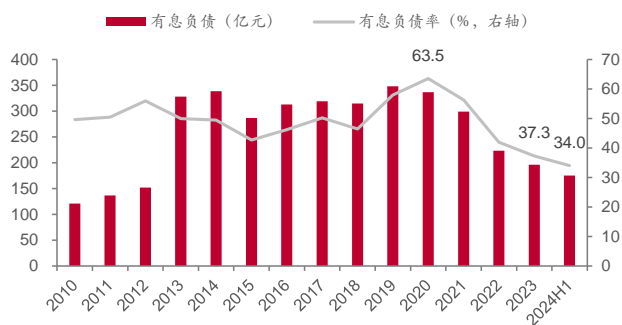


来源: Wind, 中泰证券研究所

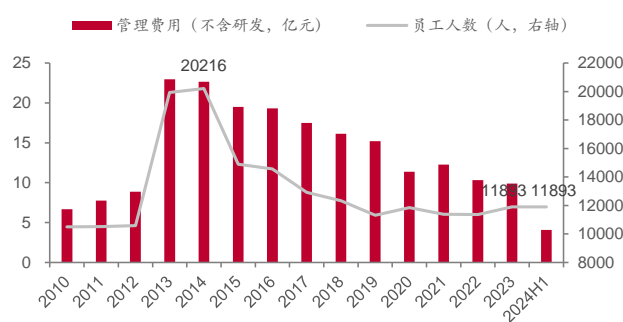
图表 74: 公司财务费用及同比表现变化



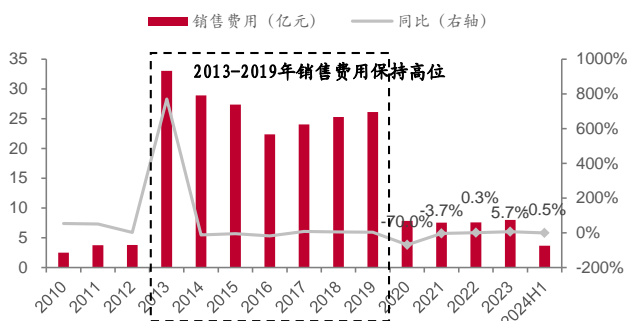
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 75: 公司有息负债及有息负债率变化


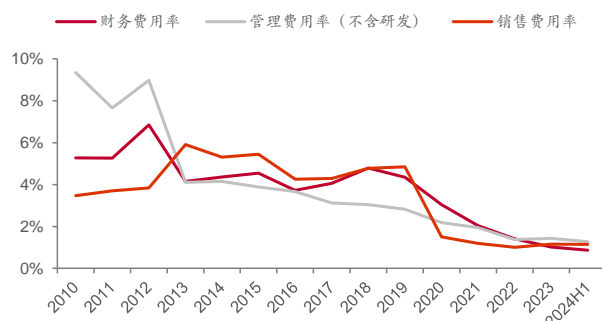
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 76: 公司管理费用及在职员工人数变化


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 77: 公司销售费用及同比表现变化


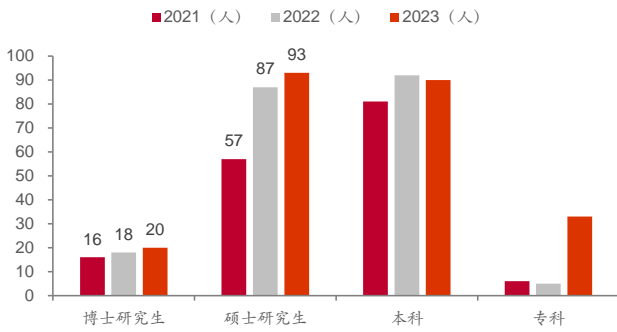
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 78: 公司各分项期间费用率变化


来源: Wind, 中泰证券研究所

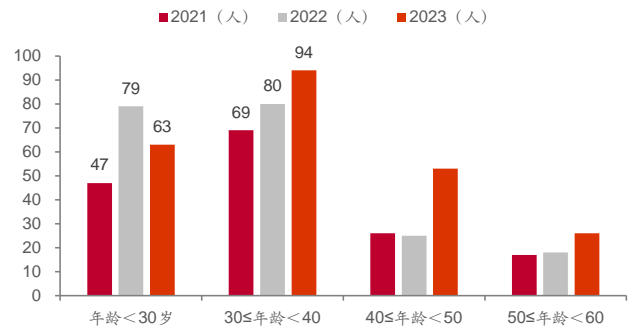
- 科研创新人员激励, 研发突破成果落地。1) 推行创新成果激励, 激发员工创新活力。**公司制定《科技创新成果激励办法》, 对验收进入企业产业化项目库的研发中试成果一次性兑现奖励 50 万元; 产业化应用后, 以增量阶梯提成模式自投产当年起连续三年按增量净收益 (大于上年净收益部分) 的 6%、8%、10% 提取团队奖励基金。对一线技术技能团队实施的技术改进成果, 按取得净收益的 0.5%-2% 给予一次性奖励。
- 2) 研发人员占比提升, 人员结构高学历化。**人员构成上看, 尽管公司在职工总数不断下降, 但 2021-2023 年间研发人员数量和研发人员占公司总人数的比重逐年提高。到 2023 年底, 公司具备 236 名研发人员, 约占员工总数的 2.0%, 较 2021 年增加 77 人和 0.6 个百分点。研发人员学历结构上看, 2021-2023 年公司博士研究生及硕士研究生人数持续提升, 2023 年公司研发人员再新增 2 名博士研究生和 6 名硕士研究生。

图表 79: 2021-2023 年公司研发人员学历结构变化



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

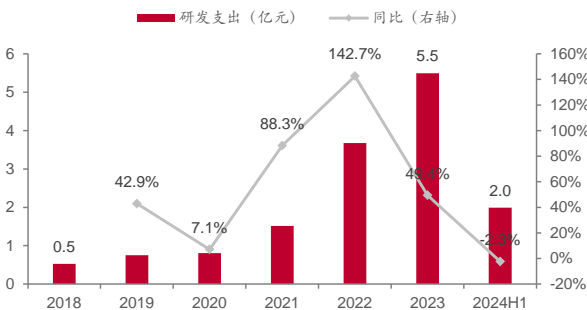
图表 80: 2021-2023 年公司研发人员年龄结构变化



来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 单位为万人)

- 3) 抢抓机遇扩大投资, 成果转化硕果累累。①研发投入提升: 公司研发费用由 2018 年的 5258.7 万元大幅提升至 2023 年的 5.5 亿元, 2018-2023 年 CAGR 约 59.9%。②优选投资项目: 由于磷酸铁、磷酸铁锂等电池材料已严重过剩, 公司严控研发支出, 重点面向已有项目的技改和环保投入, 2024H1 公司合计研发支出 2.0 亿元, 同比-2.3%。③高投入产出效率: 根据国资报告, 云天化集团全员劳动生产率由 2016 年的 15 万元/人提升至 2022 年的 82 万元/人。2023 年公司五项自研科技成果获云南省科学技术奖励, 其中一等奖 1 项、二等奖 1 项、三等奖 3 项。

图表 81: 2018-2024Q1 公司研发费用及同比变化



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 82: 公司科技成果获 2023 年云南省科学技术奖励

云南省科学技术奖励	项目名称	项目单位	主要成就
一等奖	高品质饲料磷酸钙盐高效生产新技术研发及产业化应用	云天化磷化集团	攻克以高杂磷矿生产高品质饲料磷酸钙盐难题, 建成全球最大单套 50 万吨/年高品质饲料磷酸钙盐装置
二等奖	新型高分散增磷铵产品关键技术研发及产业化应用	云天化股份公司	开发具有独特结构的新型高分散增磷铵产品“满天星”增磷铵并形成国内最大产能
三等奖	含氟废水生产环境友好型液态混凝土速凝剂关键技术研发	云天化股份 & 氟化学公司	开发出含氟废水资源化利用的关键技术, 实现废水中氟盐、铝盐等高效利用
三等奖	国 VI 油品迭代升级专用高品质异辛烷绿色生产新技术开发	云天化石化	实施国 VI 油品迭代升级专用高品质异辛烷绿色高效新技术开发
三等奖	烟煤在壳牌炉中的气化适应性研究及产业化应用	天安化工	解决系列气化炉烟煤适应性生产技术难题, 实现烟煤替代, 推动煤制合成气气化技术进步

来源: 云天化集团, 中泰证券研究所

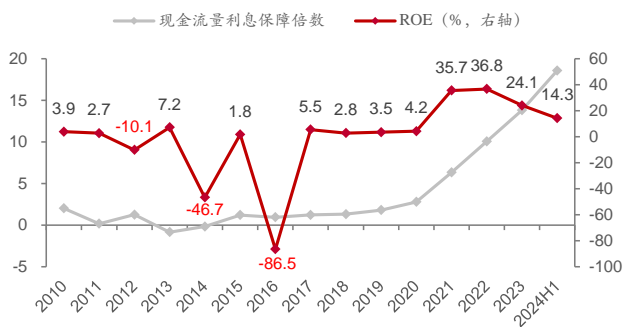
3.2.3 分红派息保持高位, 后续仍存可提升预期

- 1) 资源强自给保障业绩底: 如前所述, 中短期看, 国内磷矿石供需仍趋紧, 产品景气有望延续。公司是国内磷矿石-磷肥-磷化工行业一体化龙头, 磷矿景气为公司业绩盈利提供基本盘。此外, 公司是国内最大的化肥企业之一, 多品类国内市占率已位居前列。考虑到本轮全球农化大去库始于 2022H2, 当前印度、巴基斯坦等国磷铵库存已处低位; 叠加传统季节性采购需求, 后续全球磷肥需求有望提升。若海外高通胀进一步传导至农作物, 粮价提升及海外磷肥价格抬升或提振国内磷肥价格。
- 2) 负债率近年来持续下降: 2016-2023 年公司资产负债率由高点 92.5% 降至 58.1%。资产结构的大幅优化一方面源于公司向内改革, 通过不断降低财务费用和管理费用, 强化资金集中管控、提升运营周转效率; 另

一方面，公司现金流分配也已发生转变，单季度资本开支和在建工程总额分别自 2023Q1 和 2023Q2 起同比负增，反映公司已有项目和未来扩产意愿均明显放缓。考虑到当前电池材料供给端过剩压力明显加深，预期盈利大幅减弱下，新能源业务资本开支的减少预计也将是必然性趋势。

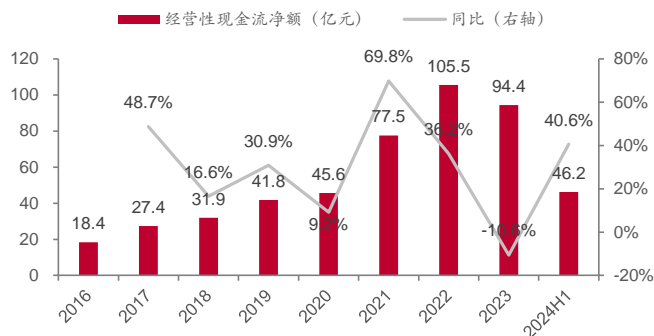
- **3) 国企改革价值实现路径:** 自 2015 年起，国内中央企业经营指标体系已历经“两利一率”、“两利三率”、“两利四率”、“一利五率”的四轮迭代。2024 年 1 月，国资委提出将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。提高现金分红水平既有助于体现国企盈利的稳定性，更有利于彰显公司长期重视投资者回报，是维护投资者权益价值的重要体现。因此长期看，提高分红率也将是负责任国企的必然选择。
- 在此基础上，近年来公司 ROE 的稳定且高位进一步反映一体化生产下的强竞争优势；持续提升的经营性现金流体现公司在手现金的充沛。综合以上三维度分析，我们看好公司分红比例的进一步提升。

图表 83: 公司盈利能力表现趋稳, 偿债能力持续提升



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 84: 公司经营性现金流净额及其同比变化



来源: Wind, 中泰证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测关键假设

- **磷铵:** 公司磷肥产品主要为磷酸一铵和磷酸二铵。根据公司公告，2023 年公司磷肥合计年产能 555 万吨。量上看，2023 年公司磷铵产品产销量约 460 和 479 万吨，产能利用率和产销率约 82.8%和 104.3%。具体看，磷肥可进一步细分为磷酸一铵(农业级磷酸一铵和工业级磷酸一铵)、磷酸二铵等，假设后续各产品均暂无新增产能，根据测算预计公司 2024-2026 年磷铵产量约 484、485、485 万吨，销量约 494、494、494 万吨。价上看，如前文分析，我们认为中短期磷矿石价格有望维持高位，成本端对磷肥价格形成有效支撑；与此同时，海外高通胀最终预计将传导至农化产品，而随农化产品价格走高，预计也将在一定程度上利好磷肥价格。假设 2024-2026 年磷酸一铵和磷酸二铵价格同比增速约 3%、-1%、-2%；工业级磷酸一铵价格同比增速约-8%、-1%、-1%，对应 2024-2026 年磷酸一铵营收约 37.8、37.8、37.4 亿元；磷酸二铵营收约 128.4、127.0、124.3 亿元，毛利率约 37.6%、37.9%、38.9%和 35.5%、36.3%、38.5%。
- **尿素:** 根据公司公告，2023 年公司尿素年产能 260 万吨，产销量上看，2023 年尿素产销量约 257 和 249 万吨，产能利用率和产销率约 98.8%

和 96.9%。假设公司后续无新产能投产,2024-2026 年产能利用率约 99%、99.5%、100%,对应产量约 257、259、260 万吨;假设产销率约 102%、100%、100%,对应销量约 263、259、260 万吨。价上看,根据百川盈孚,2024H2 起国内尿素待投产能较多,或对行业供给端造成一定冲击,预计产品价格中枢有所下移,假设 2024-2026 年价格同比增速约-10%、-2%、-2%,对应尿素营收约 56.2、54.2、53.4 亿元,毛利率约 31.9%、32.1%、31.3%。

- **复合(混)肥:** 根据公司公告,2023 年公司复合肥年产能 185 万吨。产销量上看,2023 年复合(混)肥产销量约 157 和 156 万吨,产能利用率和产销率约 85.1%和 98.8%。假设公司后续无新产能规划且 2024-2026 年产能利用率均保持 86%、产销率约 95%、98%、98%,对应公司产量约 159 万吨,销量约 151、156、156 万吨。价上看,假设公司 2024-2026 年复合肥价格同比-3%、-1%、-2%,由此复合(混)肥营收约 44.3、45.3、44.4 亿元,毛利率约 14.7%、14.6%、14.6%。
- **聚甲醛及季戊四醇:** 根据公司公告,2023 年公司聚甲醛产能 9 万吨/年,产销量约 11 和 11 万吨,产能利用率和产销率约 117%和 103%。假设 2024-2026 年公司无新产能投产且 2024-2026 年产能利用率保持 118%、产销率维持 100%,对应公司产销量均为 10.6 万吨。价上看,假设 2024-2026 年聚甲醛价格同比增速分别为-4%、-1%、-1%,对应聚甲醛营收约 11.7、11.5、11.4 亿元,毛利率约 22.2%、22.8%、22.6%。
- **黄磷:** 根据公司公告,2023 年公司黄磷年产能 3 万吨,产销量约 3.0 和 2.1 万吨,产能利用率和产销率约 99.7%和 70.6%。假设 2024-2026 年公司无新增产能且产能利用率保持 100%、产销率维持 72%,对应公司黄磷产量和销量均为 3 万吨和 2.2 万吨。价上看,假设 2024-2026 年黄磷价格同比增速约-10%、-1%、-1%,对应黄磷营收约 4.3、4.3、4.3 亿元,毛利率约 29.3%、30.4%、33.4%。
- **饲料级磷酸钙盐:** 根据公司公告,2023 年公司饲料级磷酸钙盐年产能 50 万吨,产销量约 56 和 58 万吨,产能利用率和产销率约 112.6%和 102.0%。假设 2024-2026 年公司无新增产能且产能利用率保持 114%、产销率维持 102%,对应公司饲料级磷酸钙盐产量和销量均约 57 万吨和 58 万吨。价上看,假设 2024-2026 年饲料级磷酸钙盐价格同比增速约+10%、-4%、-2%,对应饲料级磷酸钙盐营收约 19.7、19.1、18.8 亿元,毛利率约 33.3%、31.8%、33.5%。
- **商贸物流:** 我们将公司商品粮食、化肥销售和其他商贸产品业务统一归类为商贸物流业务,2023 年公司商贸物流业务实现总营收 335.1 亿元,毛利率约 1.6%。假设公司 2024-2026 年商贸物流业务营收同比增速分别约 2%、5%、8%且毛利率过去五年(2019-2023 年)均值(约 1.5%),对应营收约 342.1、359.2、388.0 亿元,毛利约 5.2、5.4、5.9 亿元。
- **其他业务:** 除主营业务外,我们将其他主营业务、其他业务、其他磷肥、煤、磷矿石、液氨和磷酸业务合并纳入其他业务中。2023 年公司其他业务营收 56.6 亿元,对应毛利率约 22.3%。假设 2024-2026 年公司其他业务营收同比增速均为 2%且毛利率延续 2023 年表现,对应公司 2024-2026 年营收约 57.7、58.8、60.0 亿元,毛利约 12.9、13.1、13.4 亿元。

图表 85：公司业务收入及盈利预测

业务板块	指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
磷酸一铵	营业收入 (亿元)	46.08	34.42	37.80	37.79	37.40
	营业成本 (亿元)	30.01	22.32	23.57	23.47	22.85
	毛利 (亿元)	16.06	12.10	14.22	14.33	14.55
	毛利率	34.9%	35.2%	37.6%	37.9%	38.9%
磷酸二铵	营业收入 (亿元)	136.29	123.27	128.39	127.02	124.31
	营业成本 (亿元)	102.04	83.30	82.78	80.89	76.47
	毛利 (亿元)	34.25	39.97	45.61	46.13	47.84
	毛利率	25.1%	32.4%	35.5%	36.3%	38.5%
尿素	营业收入 (亿元)	50.44	57.81	56.18	54.23	53.40
	营业成本 (亿元)	29.35	38.61	38.23	36.80	36.67
	毛利 (亿元)	21.10	19.20	17.94	17.43	16.72
	毛利率	41.8%	33.2%	31.9%	32.1%	31.3%
复合(混)肥	营业收入 (亿元)	32.46	47.85	44.29	45.27	44.42
	营业成本 (亿元)	26.80	42.62	37.79	38.67	37.92
	毛利 (亿元)	5.66	5.24	6.50	6.60	6.51
	毛利率	17.4%	10.9%	14.7%	14.6%	14.6%
聚甲醛及季戊四醇	营业收入 (亿元)	16.35	12.64	11.67	11.54	11.42
	营业成本 (亿元)	8.98	9.37	9.08	8.91	8.84
	毛利 (亿元)	7.38	3.27	2.59	2.64	2.58
	毛利率	45.1%	25.9%	22.2%	22.8%	22.6%
黄磷	营业收入 (亿元)	6.28	4.67	4.34	4.30	4.26
	营业成本 (亿元)	2.81	3.10	3.07	2.99	2.83
	毛利 (亿元)	3.47	1.57	1.27	1.31	1.42
	毛利率	55.2%	33.6%	29.3%	30.4%	33.4%
饲料级磷酸钙盐	营业收入 (亿元)	22.10	17.95	19.68	19.08	18.79
	营业成本 (亿元)	15.50	12.35	13.13	13.01	12.49
	毛利 (亿元)	6.61	5.60	6.56	6.07	6.30
	毛利率	29.9%	31.2%	33.3%	31.8%	33.5%
商贸物流	营业收入 (亿元)	384.28	335.42	342.13	359.23	387.97
	营业成本 (亿元)	375.79	330.16	336.94	353.79	382.10
	毛利 (亿元)	8.49	5.26	5.18	5.44	5.88
	毛利率	2.2%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
其他业务	营业收入 (亿元)	58.85	56.56	57.69	58.85	60.02
	营业成本 (亿元)	39.72	43.96	44.84	45.73	46.65
	毛利 (亿元)	19.12	12.60	12.85	13.11	13.37
	毛利率	32.5%	22.3%	22.3%	22.3%	22.3%

来源：Wind、中泰证券研究所

4.2 投资建议

- 估值分析及投资建议:** 预计公司 2024-2026 年营业收入为 702.2、717.3、742.0 亿元，增速为+1.7%、+2.2%、+3.4%；归母净利润为 50.2、50.2、50.9 亿元，增速为+10.9%、+0.1%、+1.3%；EPS 分别为 2.73、2.74、2.77 元。以 2024 年 9 月 6 日收盘价计算，对应 PE 分别为 7.4x、7.4x、7.3x，对应 PB 分别为 1.6x、1.3x、1.1x。考虑到公司是国内磷化工行业龙头，同时也是目前国内最大的化肥生产企业之一，因此我们选取兴发集团（磷肥及磷化工）、川发龙蟒（磷肥及磷化工）、云图控股（复合肥）、川恒股份（磷肥及磷化工）、湖北宜化（氮肥）和新洋丰（复合肥）作为公司可比公司，2024-2026 年平均 PE 分别为 13.1x、11.0x、9.2x，平均 PB (MRQ) 为 1.5x（对应 2024 年 9 月 6 日收盘价）。公司是磷矿石-磷肥-磷化工一体化龙头，中短期磷矿石景气延续提供业绩可靠安全垫，

远期矿权增量释放新成长空间。向内革新&减费降负，分红率存进一步提升空间，优质国企彰显长期投资价值。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 86：可比公司估值对比

证券代码	证券简称	市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)					PE				PB (MRQ)
		2024/9/6	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2024/9/6		
600141.SH	兴发集团	209.2	13.8	17.9	22.1	25.6	15.2	11.7	9.5	8.2	1.0		
002312.SZ	川发龙蟒	148.5	4.1	6.2	7.5	9.1	35.8	23.8	19.8	16.2	1.6		
002539.SZ	云图控股	86.1	8.9	9.7	11.7	14.1	9.7	8.9	7.3	6.1	1.0		
002895.SZ	川恒股份	98.0	7.7	9.6	12.2	15.0	12.8	10.2	8.0	6.5	1.8		
000422.SZ	湖北宜化	134.6	4.5	10.3	11.6	13.6	29.7	13.1	11.6	9.9	1.9		
000902.SZ	新洋丰	155.7	12.1	13.9	16.3	19.3	12.9	11.2	9.5	8.1	1.6		
平均							19.3	13.1	11.0	9.2	1.5		
600096.SH	云天化	372.2	45.2	50.2	50.2	50.9	8.2	7.4	7.4	7.3	1.9		

来源：Wind、中泰证券研究所（注：可比公司盈利预测取自 Wind 一致预期，收盘价取自 2024 年 9 月 6 日）

五、风险提示

- **磷矿石投产进度超预期：**磷矿石是磷化工产业链的最上游也是公司业绩盈利的基本盘。若国内磷矿石产能大幅扩增，或导致产品景气承压下行，对公司业绩盈利产生负面影响。
- **国内磷肥进出口政策变动：**当前，我国磷肥出口执行“法检”政策，若配额数量发生变动将直接影响磷肥进出口贸易量，从而导致磷肥需求发生变动，影响公司业绩盈利。
- **海内外宏观环境大幅波动：**2024 年正值海外多国大选年，海内外政治经济形势错综复杂，若宏观经济出现大幅波动，将对磷化工行业产生冲击，影响公司整体生产经营节奏。
- **使用的第三方数据信息更新不及时：**研究报告中部分资料来自定期报告、公司官网等公开材料，所使用的公开资料存在信息滞后或更新不及时的风险。
- **行业规模测算偏差风险：**文中关于磷矿石行业后续产能、产量及需求量数据等采用大量计算，若测算存在偏差，或对行业整体景气判断产生一定的影响。

图表 87：盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,434	9,748	16,005	21,785	营业收入	69,060	70,217	71,732	74,200
应收票据	0	0	0	0	营业成本	58,579	58,948	60,435	62,730
应收账款	903	843	789	742	税金及附加	825	839	857	886
预付账款	615	619	634	658	销售费用	800	829	832	853
存货	7,545	7,592	7,784	8,079	管理费用	989	997	1,011	1,039
合同资产	1	1	1	1	研发费用	550	562	567	579
其他流动资产	1,815	1,918	1,925	1,983	财务费用	703	702	681	668
流动资产合计	17,311	20,719	27,137	33,248	信用减值损失	10	-94	-94	-94
其他长期投资	215	216	220	225	资产减值损失	-446	-348	-348	-348
长期股权投资	3,515	2,980	3,126	3,211	公允价值变动收益	1	-2	-2	-2
固定资产	22,547	22,540	22,622	22,786	投资收益	456	456	456	456
在建工程	1,486	1,386	1,406	1,456	其他收益	173	173	173	173
无形资产	4,565	4,509	4,408	4,367	营业利润	6,825	7,542	7,549	7,646
其他非流动资产	2,932	2,793	2,636	2,662	营业外收入	20	20	20	20
非流动资产合计	35,259	34,423	34,418	34,707	营业外支出	266	266	266	266
资产合计	52,571	55,142	61,554	67,954	利润总额	6,579	7,296	7,303	7,400
短期借款	5,883	2,000	1,800	1,500	所得税	1,086	1,204	1,205	1,221
应付票据	52	52	54	56	净利润	5,493	6,092	6,098	6,179
应付账款	4,306	4,333	4,442	4,611	少数股东损益	971	1,077	1,078	1,092
预收款项	42	42	43	45	归属母公司净利润	4,522	5,015	5,020	5,087
合同负债	2,694	2,739	2,798	2,894	NOPLAT	6,080	6,678	6,667	6,736
其他应付款	898	808	727	654	EPS (按最新股本摊薄)	2.47	2.73	2.74	2.77
一年内到期的非流动负债	2,435	1,948	1,558	1,247					
其他流动负债	1,384	1,326	1,295	1,268	主要财务比率				
流动负债合计	17,692	13,248	12,718	12,275	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	11,180	12,380	13,380	14,180	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-8.3%	1.7%	2.2%	3.4%
其他非流动负债	1,688	1,414	1,259	1,123	EBIT增长率	-24.1%	9.8%	-0.2%	1.0%
非流动负债合计	12,868	13,795	14,639	15,303	归母公司净利润增长率	628.4%	10.9%	0.1%	1.3%
负债合计	30,560	27,043	27,357	27,578	获利能力				
归属母公司所有者权益	18,742	23,754	28,774	33,861	毛利率	15.2%	16.0%	15.7%	15.5%
少数股东权益	3,268	4,345	5,423	6,515	净利率	8.0%	8.7%	8.5%	8.3%
所有者权益合计	22,010	28,099	34,197	40,376	ROE	24.1%	21.1%	17.4%	15.0%
负债和股东权益	52,571	55,142	61,554	67,954	ROA	10.4%	11.0%	9.9%	9.1%
					偿债能力				
					资产负债率	58.1%	49.0%	44.4%	40.6%
					债务权益比	96.3%	63.1%	52.6%	44.7%
					流动比率	1.0	1.6	2.1	2.7
					速动比率	0.6	1.0	1.5	2.1
					营运能力				
					总资产周转率	1.3	1.3	1.2	1.1
					应收账款周转天数	7	4	4	4
					应付账款周转天数	25	26	26	26
					存货周转天数	48	46	46	46
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.47	2.73	2.74	2.77
					每股经营现金流	5.14	5.07	5.03	5.04
					每股净资产	10.22	12.95	15.69	18.46
					估值比率				
					P/E	8.2	7.4	7.4	7.3
					P/B	2.0	1.6	1.3	1.1
					EV/EBITDA	6.2	5.0	4.4	3.9

来源：Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。