

磷化工行业：2024年12月月度观察

磷矿石表观消费量创新高，价格继续高位运行

优于大市

核心观点

12月SW磷肥与磷化工指数跑输沪深300指数7.24 pcts，2024年全年跑赢12.30 pcts。截至12月31日，SW磷肥与磷化工指数收于1623.83点，月内下跌-6.77%，跑输SW基础化工指数2.69 pcts，跑输沪深300指数7.24 pcts。2024年全年，SW磷肥及磷化工、SW基础化工、沪深300指数涨跌幅分别为26.99%、-5.09%、14.68%，SW磷肥与磷化工指数跑赢SW基础化工32.07 pcts，跑赢沪深300指数12.30 pcts。

磷矿石表观消费量创2018年以来新高，长期价格中枢有望保持较高水平。近两年来，我国可开采磷矿品位下降，开采难度和成本提升，而新增产能投放时间周期较长，同时需求端以磷酸铁锂为代表的下游新领域需求不断增长，国内磷矿石供需格局偏紧，磷矿的资源稀缺属性日益凸显，1-11月我国磷矿石累计表观消费量达10683.41万吨，同比增长11.00%，创2018年以来同期最大值。截至2024年12月31日，湖北市场30%品位磷矿石船板含税价1040元/吨，同比上涨0.97%，环比持平，30%品位磷矿石市场价格在900元/吨的高价区间运行时间已超2年。我们认为磷矿石供需紧平衡有望继续保持一段时间，磷矿石长期价格中枢保持较高水平，看好磷矿石的长期景气度。

主要磷化工产品经营情况回顾与展望：1) 磷肥方面，磷肥是磷化工行业基本盘，截至12月31日，国内一铵参考价格3034元/吨，同比-8.89%，环比-2.85%，一铵价差约509.86元/吨，同比-46.53%，环比-18.76%；二铵参考价格3541元/吨，同比-3.83%，环比-3.04%，二铵价差约707.80元/吨，同比-23.04%，环比-15.99%。出口方面，1-11月中国一铵累计出口186.66万吨，同比减少2.48%，同期二铵出口434.92万吨，同比减少6.84%。考虑冬储市场来临，以及原材料硫磺价格上涨，我们预计1月磷肥产销量提升，价格相对稳定。2) 磷酸铁锂方面，磷酸铁锂贡献磷矿石边际需求增量，2024年1-11月国内磷酸铁锂产量229.93万吨，同比增长49.80%，折算成17%品位磷矿石需求量约608.45万吨，占我国磷矿石产量的约5.82%，而2020年这一比值仅为0.42%，我们预计未来三年新能源领域对磷矿石的需求量仍有相当可观的提升空间。当前磷酸铁/锂行业产能相对过剩，12月行业整体亏损幅度有所扩大。

投资建议：磷化工以磷矿石为起点，当前下游以农化制品为主，具有刚需属性，近几年来随着含磷新能源材料等新应用领域不断扩展，而国内磷矿石因多年无序开采面临品位下降问题，新增产能及进口磷矿石短期内难以放量，磷矿石的资源稀缺属性日益凸显；另一方面，国内磷化工企业近些年相继攻克电子级磷酸、黑磷等高端磷化工产品生产工艺，磷化工行业正坚持“富矿精开”，向精细化、绿色化和高端化转型升级。我们重点推荐磷矿储量丰富的磷化工全产业链龙头【云天化】、【兴发集团】，建议关注磷矿石自给率提升的【湖北宜化】、【云图控股】。

风险提示：安全生产和环境保护风险；磷化工产品需求不及预期的风险；产能扩张导致的市场风险；原材料价格波动的风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600096	云天化	优于大市	22.30	409.06	2.93	3.01	7.7	7.5
600141	兴发集团	优于大市	21.70	239.41	1.67	1.94	13.9	11.9
000422	湖北宜化	优于大市	12.62	136.66	1.03	1.12	11.6	10.7
002539	云图控股	优于大市	7.82	94.44	0.75	0.94	9.5	7.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业月报

基础化工·农化制品

优于大市·维持

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

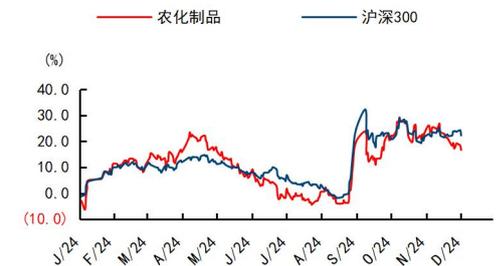
S0980520120002

联系人：王新航

0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《磷化工行业：2024年10月月度观察-磷矿石价格高位运行，磷化工板块利润同比增长》——2024-11-04

《磷化工行业点评-水溶肥及磷酸铁需求提升，工业一铵景气上行》——2024-05-23

《磷化工行业政策点评-推进磷资源高效高值利用，引导磷化工产业加快转型升级》——2024-01-03

《草甘膦行业快评-国内外补库需求叠加成本支撑，草甘膦行业景气度触底回升》——2023-07-13

《可持续航空燃料(SAF)深度报告-2025年全球进入SAF爆发性增长元年》——2024-12-05

内容目录

1、12月磷化工行业整体表现	5
2、磷矿石行业基本面数据跟踪	7
3、磷肥行业基本面数据跟踪	11
4、黄磷与磷酸基本面数据跟踪	14
黄磷行业近况及价格走势	14
磷酸行业近况及价格走势	15
5、饲料级磷酸盐基本面数据跟踪	16
磷酸氢钙行业近况及价格走势	16
6、含磷新能源材料基本面数据跟踪	17
磷酸铁行业近况及价格走势	17
7、含磷农药基本面数据跟踪	19
草甘膦行业近况及价格走势	19
其他含磷农药价格走势	22
8、12月磷化工行业上市公司重点公告	23
9、国信化工观点及盈利预测	24
风险提示	24

图表目录

图 1: SW 磷肥及磷化工指数与对标指数表现	5
图 2: SW 磷肥及磷化工板块归母净利润及同比增速	6
图 3: 湖北地区磷矿石市场价格	7
图 4: 国内磷矿石消费结构变化	7
图 5: 中国磷矿石月度产量	7
图 6: 中国磷矿石月度名义产能开工率	7
图 7: 中国磷矿石产能、产量	8
图 8: 中国磷矿石进口量	8
图 9: 中国磷矿石年度表观消费量	9
图 10: 中国磷矿石月度表观消费量	9
图 11: 中国磷酸一铵、二铵产量及增速	10
图 12: 中国黄磷产量及增速	10
图 13: 中国磷酸产量及增速	10
图 14: 中国磷酸铁锂产量及增速	10
图 15: 中国磷酸氢钙产量及增速	10
图 16: 中国草甘膦产量及增速	10
图 17: 露天开采磷矿石成本、毛利润	11
图 18: 露天及地下开采磷矿石毛利润	11
图 19: 磷酸一铵价格、价差	12
图 20: 磷酸二铵价格、价差	12
图 21: 磷酸一铵月度产量	12
图 22: 磷酸二铵月度产量	12
图 23: 磷酸一铵库存	13
图 24: 磷酸二铵库存	13
图 25: 磷酸一铵月度表观消费量	13
图 26: 磷酸二铵月度表观消费量	13
图 27: 磷酸一铵月度出口量	14
图 28: 磷酸二铵月度出口量	14
图 29: 磷酸一铵年度累计出口量	14
图 30: 磷酸二铵年度累计出口量	14
图 31: 黄磷价格、成本、毛利	15
图 32: 黄磷月度产量	15
图 33: 黄磷行业开工率	15
图 34: 黄磷工厂总库存	15
图 35: 热法磷酸价格、价差	16
图 36: 磷酸月度产量	16
图 37: 磷酸氢钙价格、成本、毛利	17

图 38: 磷酸氢钙月度产量	17
图 39: 磷酸氢钙月度表观消费量	17
图 40: 磷酸氢钙月末工厂总库存	17
图 41: 中国新能源汽车产量及占比	18
图 42: 中国磷酸铁锂动力电池销售占比	18
图 43: 磷酸铁锂月度产量	18
图 44: 磷酸铁锂价格、成本、毛利	18
图 45: 磷酸铁月度产量	19
图 46: 磷酸铁行业开工率	19
图 47: 磷酸铁行业产能、产量	19
图 48: 磷酸铁价格、成本、毛利	19
图 49: 草甘膦行业月度开工率情况	20
图 50: 草甘膦行业工厂库存情况	20
图 51: 中国出口到美国的除草剂、抗萌剂、生长调节剂数量	20
图 52: 中国出口到巴西的除草剂、抗萌剂、生长调节剂数量	20
图 53: 中国“其他非卤化有机磷衍生物”出口数量	21
图 54: 2024 年 1-11 月中国“其他非卤化有机磷衍生物”出口区域分布	21
图 55: 中国出口到北美“其他非卤化有机磷衍生物”数量	21
图 56: 中国出口到拉美地区“其他非卤化有机磷衍生物”数量	21
图 57: 甘氨酸法草甘膦价格、价差	22
图 58: IDAN 法草甘膦价格、价差	22
图 59: 草铵膦价格、成本、毛利	23
图 60: 其他含磷农药价格走势	23
表 1: 磷化工产业链主要品种: 价格及涨跌幅跟踪	6
表 2: 相关公司盈利预测及估值	24

1、12月磷化工行业整体表现

12月SW磷肥与磷化工指数小幅跑输SW基础化工与沪深300指数。截至12月31日,SW磷肥与磷化工指数收于1623.83点,较11月29日的1741.77点下跌-6.77%;同期SW基础化工指数由3420.03点跌至3280.48点,跌幅-4.08%;沪深300指数由3916.58点涨至3934.91点,涨幅0.47%;12月SW磷肥与磷化工指数跑输SW基础化工指数2.69 pcts,跑输沪深300指数7.24 pcts。截至12月31日,SW磷肥与磷化工指数的市盈率PE和市净率PB分别为16.75、1.80,SW基础化工指数分别为23.24、1.77,沪深300指数分别为12.93、1.38。

2024年全年SW磷肥与磷化工指数跑赢SW基础化工32.07 pcts,跑赢沪深300指数12.30 pcts。2024年全年,SW磷肥及磷化工、SW基础化工、沪深300指数涨跌幅分别为26.99%、-5.09%、14.68%,SW磷肥与磷化工指数跑赢SW基础化工32.07 pcts,跑赢沪深300指数12.30 pcts。

图1: SW磷肥及磷化工指数与对标指数表现



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

磷矿石价格持稳,六氟磷酸锂价格上涨。12月份磷化工相关产品中六氟磷酸锂和磷酸一二钙涨幅居前,较上月涨幅分别为6.84%、4.09%;磷矿石价格与上月持平;磷肥价格小幅下降,一铵和二铵价格较上月跌幅分别为-2.85%、-3.04%;12月价格跌幅最大的磷化工产品是草铵膦,较上月跌幅-3.09%。

2024年全年,磷酸氢钙、磷酸二氢钙、磷酸一二钙是价格涨幅最大的三个磷化工产品,全年涨幅分别为24.56%、24.31%、19.51%;三聚磷酸钠、磷酸铁锂、草铵膦是价格跌幅最大的三个磷化工产品,全年跌幅分别为-10.41%、-17.82%、-32.86%。

表1：磷化工产业链主要品种：价格及涨跌幅跟踪

产品	价格（12/31，元/吨）	较上月	较 2024 年初	较 2023 年同期
六氟磷酸锂	62500	6.84%	-5.30%	-5.30%
磷酸二氢钙	4147	4.09%	24.31%	22.95%
磷酸铁	10500	0.48%	-1.87%	-2.78%
磷矿石	1018	0.00%	1.09%	1.09%
三聚磷酸钠	6503	0.00%	-10.41%	-10.41%
磷酸铁锂	35500	0.00%	-17.82%	-17.82%
黄磷	22762	-0.82%	1.33%	1.33%
工业级磷铵	5843	-1.25%	8.30%	8.30%
磷酸	6683	-1.47%	-1.95%	-1.95%
草甘膦	23607	-1.64%	-8.52%	-8.52%
磷酸一二钙	3712	-1.67%	19.51%	21.23%
六偏磷酸钠	8050	-1.83%	-5.52%	-5.52%
三氯化磷	5950	-1.99%	-0.17%	-0.17%
磷酸氢钙	2815	-2.56%	24.56%	24.56%
磷酸一铵	3034	-2.85%	-8.89%	-8.89%
磷酸二铵	3541	-3.04%	-3.83%	-3.83%
草铵膦	47000	-3.09%	-32.86%	-32.86%

资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

前三季度 SW 磷肥与磷化工板块业绩同比增长 15.97%。2024 年前三季度，SW 磷肥与磷化工板块实现归母净利润 71.59 亿元，同比增长 15.97%；其中第三季度实现归母净利润 25.36 亿元，同比增长 28.82%，环比增长 1.33%。

图2：SW 磷肥及磷化工板块归母净利润及同环比增速


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2、磷矿石行业基本面数据跟踪

磷化工行业的景气度取决于磷矿石价格的景气度，看好磷矿石长期价格中枢维持较高水平。近两年来，我国可开采磷矿品位下降，开采难度和成本提升，而新增产能投放时间周期较长，同时需求端以磷酸铁锂为代表的下游新领域需求不断增长，国内磷矿石供需格局偏紧，磷矿的资源稀缺属性日益凸显，30%品位磷矿石市场价格在 900 元/吨的高价区间运行时间已超 2 年。据百川盈孚截至 2024 年 12 月 31 日，湖北市场 30%品位磷矿石船板含税价 1040 元/吨，同比上涨 0.97%，环比持平。

图3：湖北地区磷矿石市场价格



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图4：国内磷矿石消费结构变化



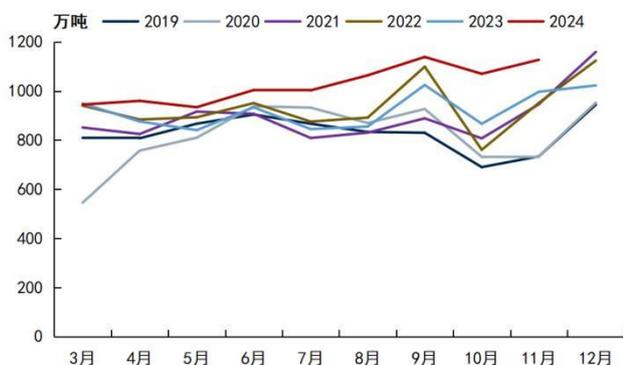
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

供给端：在建产能及进口磷矿石中长期难以扭转磷矿石供需偏紧格局

1-11 月我国磷矿石累计产量同比增长 9.60%，创 2018 年以来同期最大值。据国家统计局数据，11 月我国磷矿石产量 1126.76 万吨，同比+13.07%，环比+5.33%；2024 年 1-11 月我国磷矿石累计产量 10367.78 万吨，同比增长 9.20%，产量创下 2018 年以来同期最大值，并超过 2018-2021 年全年产量。

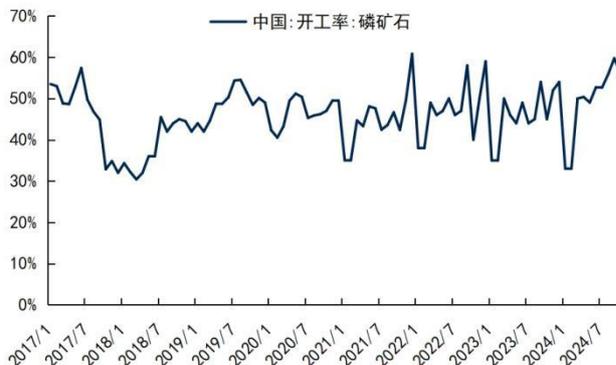
据百川盈孚，截至 2024 年 11 月，我国磷矿石名义产能 19447 万吨/年（有效产能 11916 万吨/年），同比减少 1.2%，生产企业约 273 家，行业集中度较低，CR1、CR4、CR8 分别为 10.99%、23.25%、33.36%。

图5：中国磷矿石月度产量



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图6：中国磷矿石月度名义产能开工率

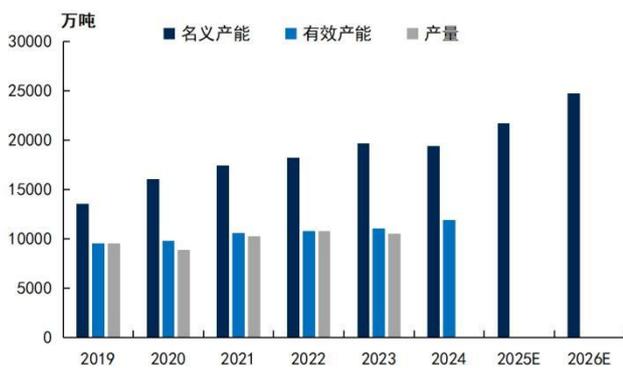


资料来源：国家统计局、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

新增产能短期难以扭转磷矿石供需偏紧格局。磷矿石新增与淘汰产能方面，据百川盈孚，预计 2024-2026 年国内每年各新增名义产能 190、2285、3030 万吨/年，3 年合计新增 5505 万吨/年磷矿石产能。2016-2023 年我国合计淘汰 3525.27 万吨/年磷矿石产能，目前国内磷矿石名义产能与有效产能间仍有 7531 万吨/年闲置产能，在近两年磷矿石价格高位运行背景下仍处于闲置状态，未来有望得到出清。此外，我国磷矿近 90.8% 为中低品位矿石，平均品位仅约 17%-18%，目前在产磷矿多面临开采时间较长导致的资源枯竭及磷矿石品位下降、开采成本较高等问题，我们预期未来几年国内部分中小、枯竭磷矿有望陆续关停。因此，考虑计划新增产能与淘汰产能相抵后，未来三年我国的磷矿石供需格局仍有望保持紧平衡状态。

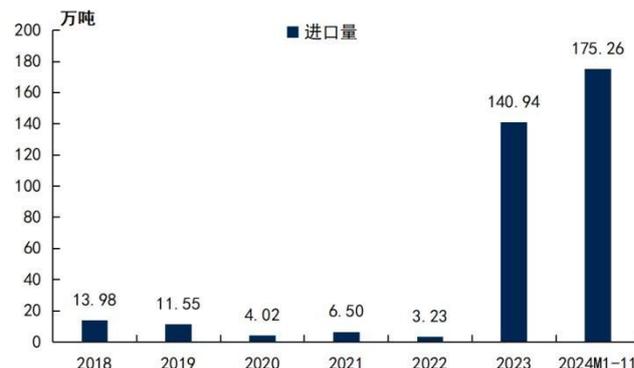
进口磷矿石难以扭转国内磷矿石供需偏紧的局面。据海关总署，1-11 月我国累计进口磷矿石 175.26 万吨，同比增长 44.44%；累计进口金额 1.71 亿美元，同比增长 30.99%；平均进口均价 97.59 美元/吨，同比下降 9.31%。总的来说，2023 年以来虽然我国的磷矿石进口量大幅增长，但绝对数量较小，进口量/表观消费量不足 2%，再考虑我国的磷化工产业主要集中在鄂、云、贵、川四省，叠加长途运输成本后进口磷矿石的成本优势显著下降，因此进口磷矿石也难以扭转国内磷矿石供需偏紧的局面。

图7：中国磷矿石产能、产量



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图8：中国磷矿石进口量

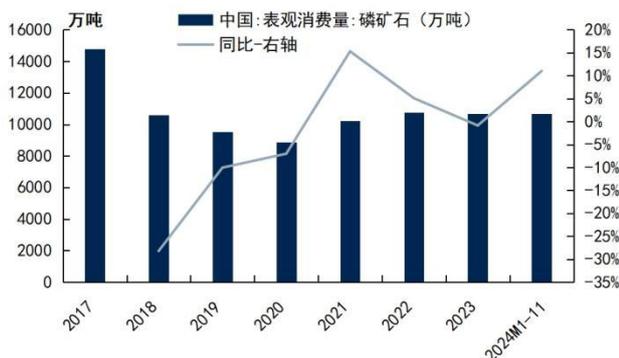


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

需求端：磷矿石表观消费量持续增长

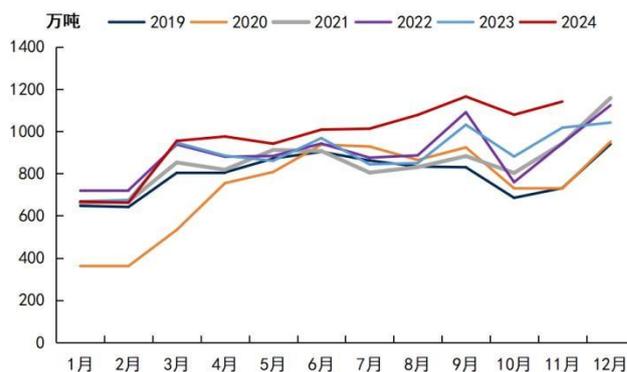
据百川盈孚及海关总署数据，11 月我国磷矿石表观消费量 1140.94 万吨，同比 +12.16%，环比 +5.77%；1-11 月我国累计磷矿石表观消费量达 10683.41 万吨，同比增长 11.00%；我国磷矿石表观消费量自 2020 年触底以来持续回升，2021-2023 年每年表观消费量均突破 1 亿吨，下游需求平稳增长。分月度看，1-2 月国内磷矿石表观消费量基本与去年同期持平，3-5 月国内月度表观消费量均维持在 900 万吨以上，4、5 月同比增速在 10% 左右，6 月以来国内月度磷矿石表观消费量均维持在 1000 万吨以上，其中 9 月表观消费量达 1165.02 万吨，同比增长 12.98%，创下 2019 年以来最大单月表观消费量。总的来说，今年以来我国磷矿石表观消费量持续提升，考虑到四季度依旧是磷矿石的消费旺季，我们预计 2024 年全年我国磷矿石表观消费量将创下 2019 年以来的最大值。

图9：中国磷矿石年度表观消费量



资料来源：百川盈孚、海关总署，国信证券经济研究所整理

图10：中国磷矿石月度表观消费量



资料来源：百川盈孚、海关总署，国信证券经济研究所整理

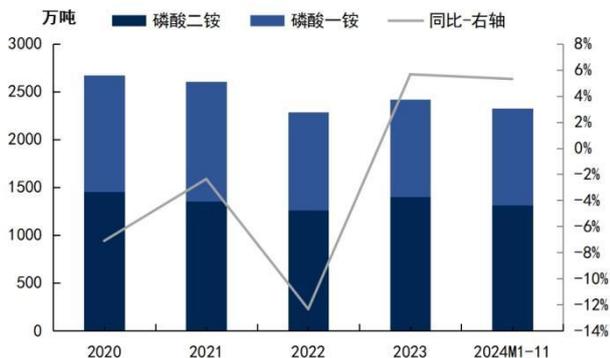
磷矿石下游需求表现回顾：磷肥产销量平稳增长，新能源领域边际需求持续提升

磷肥产量平稳增长，刚需属性持续凸显。2024年1-11月我国磷酸一铵累计产量1011.11万吨，同比增长9.58%；磷酸二铵累计产量1311.67万吨，同比增长2.22%；一铵与二铵产量合计2322.78万吨，同比增长5.30%。出口方面，1-11月中国磷酸一铵累计出口量186.66万吨，同比减少2.48%，同期磷酸二铵出口434.92万吨，同比减少6.84%。整体来看，今年以来我国的磷肥国内需求保持平稳增长，抵消了出口量小幅下降带来的需求减量，保障了磷肥产量平稳增长，进而对磷矿石需求量起到压舱石作用。

农药去库周期结束，黄磷与草甘膦产量稳步增长。2024年1-11月，我国黄磷产量77.98万吨，同比增长20.75%。2024年黄磷下游消费中磷酸占35%、草甘膦占31%、三氯化磷（除农药用）占15%、五氧化二磷占3%、其他占16%。今年以来草甘膦对黄磷消耗增加，热法磷酸对黄磷需求相对平稳，三氯化磷对黄磷消耗量减少。今年以来，随着海外农药去库周期渐进尾声，海外的采购节奏逐渐恢复正常，草甘膦需求持续回暖，1-11月我国草甘膦产量56.39万吨，较2023年同期增长16.81%。整体来看，受益于草甘膦等产品需求逐渐恢复，黄磷的产销量平稳增长，有力支撑了磷矿石需求。

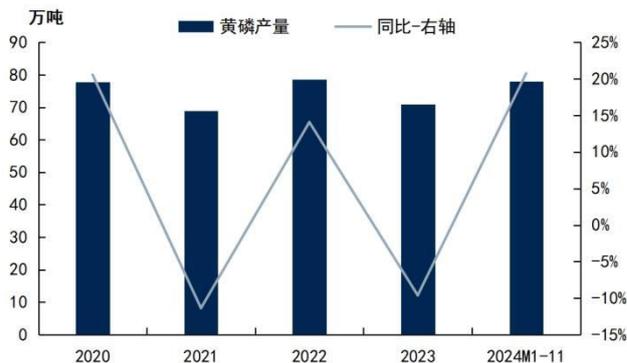
新能源汽车产销量同比高增，磷酸铁锂在磷矿下游需求占比持续提升。据工信部，前三季度我国新能源汽车产销量同比分别增长31.7%和32.5%，10月份我国新能源汽车产量占汽车产量的比值已达48.34%，其中磷酸铁锂动力电池销量占比更是达到71.30%。受益于新能源汽车渗透率持续提升，正极材料磷酸铁锂的需求快速增长，2024年1-11月国内磷酸铁锂产量229.93万吨，同比增长49.80%，折算成17%品位磷矿石需求量约608.45万吨，占我国磷矿石产量的约5.82%，而2020年这一比值仅为0.42%。随着新能源汽车渗透率持续提升，我们预计未来几年磷酸铁锂在磷矿石下游需求中的占比将进一步提升，考虑其他需求多具有刚需属性，因此新能源领域对磷矿石的边际需求增量已成为决定磷矿石价格走势的关键因素，我们预计未来三年新能源领域对磷矿石的需求量仍具有相当可观的提升空间。

图11: 中国磷酸一铵、二铵产量及增速



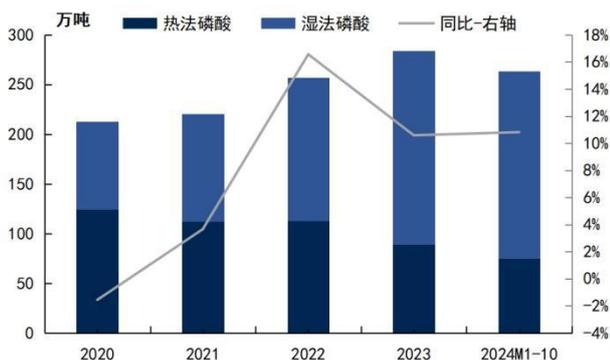
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图12: 中国黄磷产量及增速



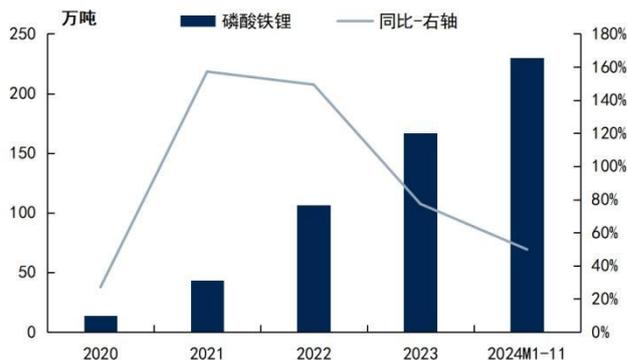
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图13: 中国磷酸产量及增速



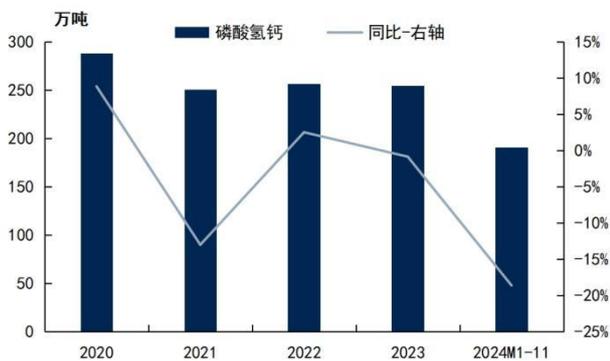
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图14: 中国磷酸铁锂产量及增速



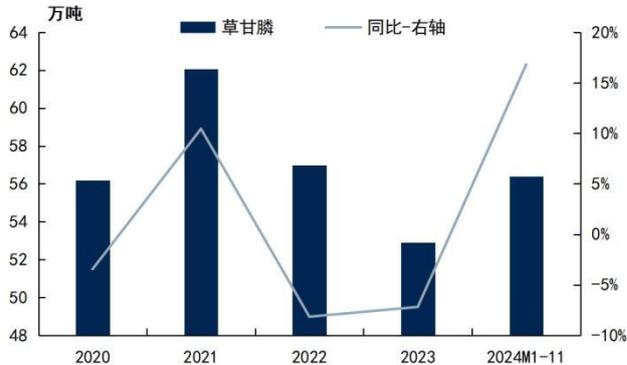
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图15: 中国磷酸氢钙产量及增速



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图16: 中国草甘膦产量及增速

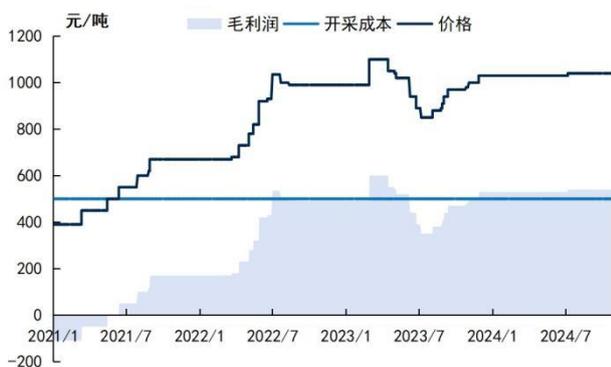


资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

成本利润端：开采成本稳定，磷矿石利润率维持在较高水平

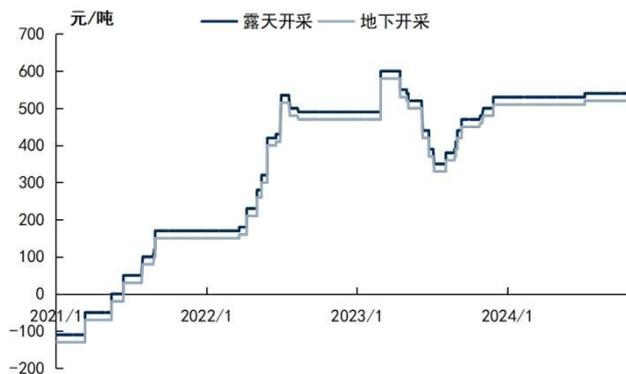
据百川盈孚，截至 12 月 31 日，国内露天开采及地下开采的磷矿石毛利润分别为 540、520 元/吨，毛利率分别为 51.92%、50%；磷矿石的开采成本相对稳定，国内露天及地下开采的成本分别约为 500、520 元/吨，磷矿石的毛利率与价格同步波动，随着磷矿石价格在高位维持，磷矿石的利润率也维持在较高水平。

图17：露天开采磷矿石成本、毛利润



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图18：露天及地下开采磷矿石毛利润



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

3、磷肥行业基本面数据跟踪

据百川盈孚，截至 12 月 31 日，国内磷酸一铵参考价格 3034 元/吨，同比-8.89%，环比-2.85%；一铵价差约 509.86 元/吨，同比-46.53%，环比-18.76%。截至 12 月 31 日，国内磷酸二铵参考价格 3541 元/吨，同比-3.83%，环比-3.04%；二铵价差约 707.80 元/吨，同比-23.04%，环比-15.99%。

原料端：磷矿石价格持稳，硫磺、合成氨价格上涨

截至 12 月 31 日，国内磷矿石参考价格 1018 元/吨，较上月末持平，我们预计 2024 年一季度磷矿石市场有望延续平稳运行态势，价格维持稳定；硫磺参考价格 1496 元/吨，较上月末涨 6.02%，较年初涨 64.76%，考虑到春节前终端用户备货仍将陆续进行，预计 2025 年 1 月国内硫磺价格或将继续高位盘整；合成氨参考价格 2515 元/吨，同比-29.03%，环比-2.97%，1 月煤炭仍处于冬季消费旺季，因此预计 1 月合成氨价格有望平稳运行。总的来说，12 月份磷酸一铵和磷酸二铵生产成本有所提升，而价格有一定下滑，因此盈利水平小幅下滑，预计 2025 年 1 月一铵和二铵价格平稳运行，成本波动不大，盈利水平有望趋于稳定。

图19: 磷酸一铵价格、价差



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图20: 磷酸二铵价格、价差



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

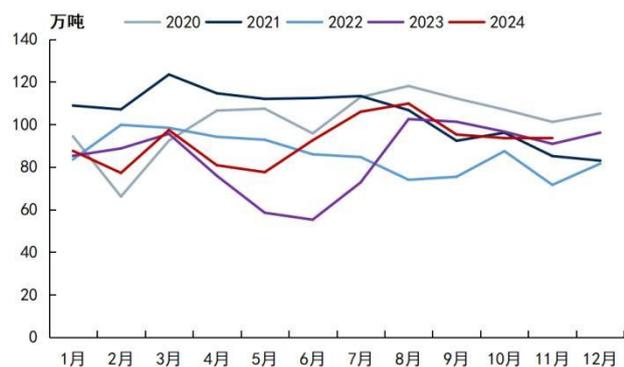
供给端: 9月一铵、二铵产量同比降低

据百川盈孚, 11月份国内磷酸一铵产量 93.85 万吨, 同比+3.32%, 环比+0.32%, 行业开工率 52.80%, 同比-0.87 pcts, 环比-0.39 pcts; 1-11月国内磷酸一铵累计产量 1011.11 万吨, 同比+9.58%。

11月份磷酸二铵产量 117.18 万吨, 同比+7.51%, 环比-6.44%, 行业开工率 60.16%, 同比+3.16 pcts, 环比-3.66 pcts; 1-11月国内磷酸二铵累计产量 1311.67 万吨, 同比+2.22%。

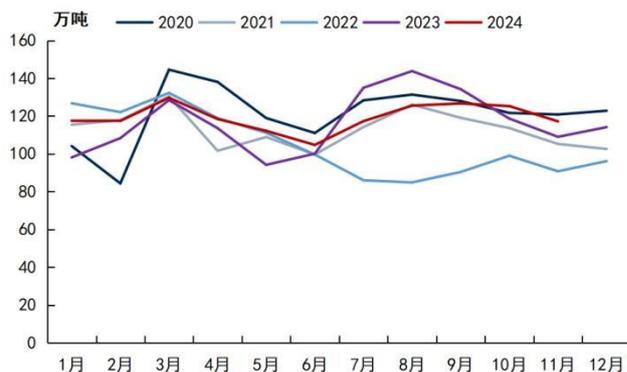
库存方面, 截至 12月27日, 磷酸一铵工厂总库存 15.50 万吨, 同比+45.00%, 环比+19.41%; 磷酸二铵工厂总库存 9.00 万吨, 同比+57.89%, 环比+3.45%。

图21: 磷酸一铵月度产量



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图22: 磷酸二铵月度产量



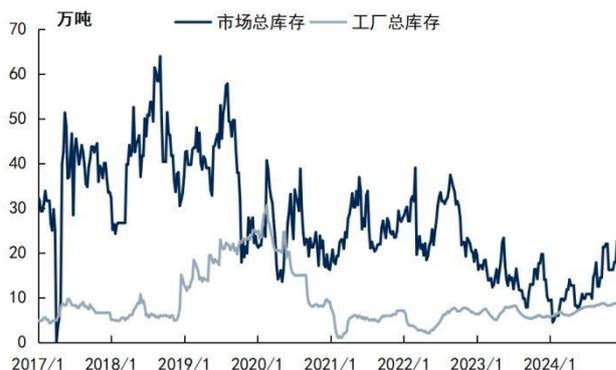
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图23: 磷酸一铵库存



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图24: 磷酸二铵库存



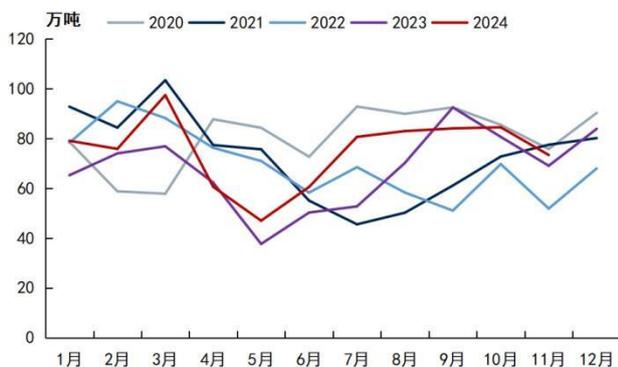
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

需求端: 冬储有望拉动磷肥需求增长

国内需求方面, 据百川盈孚及海关总署, 11月份我国磷酸一铵表观消费量73.37万吨, 同比+6.25%, 环比-13.17%, 1-11月累计表观消费量825.98万吨, 同比+12.91%。11月我国磷酸二铵表观消费量57.34万吨, 同比+20.90%, 环比-27.57%, 1-11月累计表观消费量876.67万吨, 同比+7.40%。冬储以及春耕市场是磷肥的需求旺季, 磷肥需求有望出现季节性回暖。

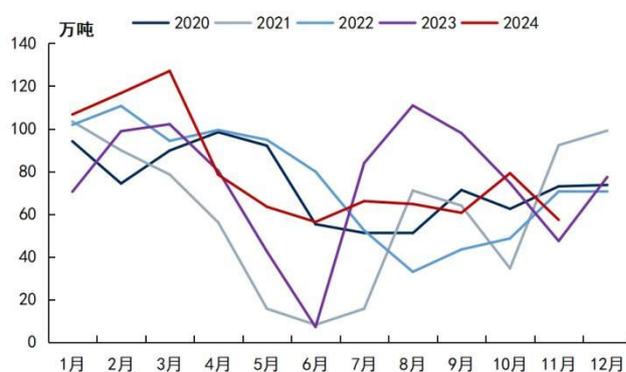
海外需求方面, 据海关总署, 11月份我国磷酸一铵出口量20.47万吨, 同比-6.31% 环比+126.14%, 1-11月累计出口量186.66万吨, 同比-2.48%。11月份我国磷酸二铵出口量59.84万吨, 同比-2.82%, 环比+29.90%, 1-11月累计出口量434.92万吨, 同比-6.84%。为实现国内化肥“保供稳价”, 我国自2021年10月起对主要化肥出口实施法定检验, 受此影响2022年我国一铵、二铵出口数量同比分别减少-46.88%、-42.77%。总的来说, 今年1-11月我国一铵和二铵出口量略有减少, 整体出口量与去年相比变化不大。

图25: 磷酸一铵月度表观消费量



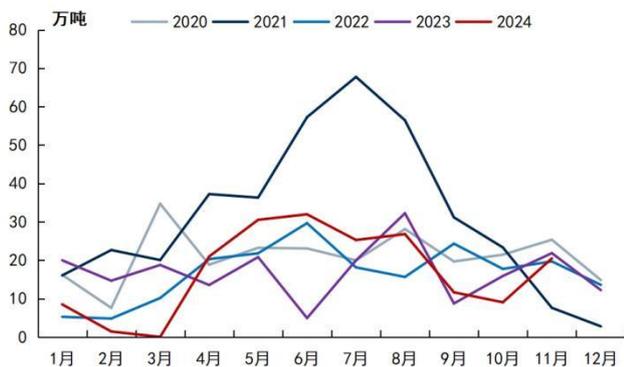
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图26: 磷酸二铵月度表观消费量



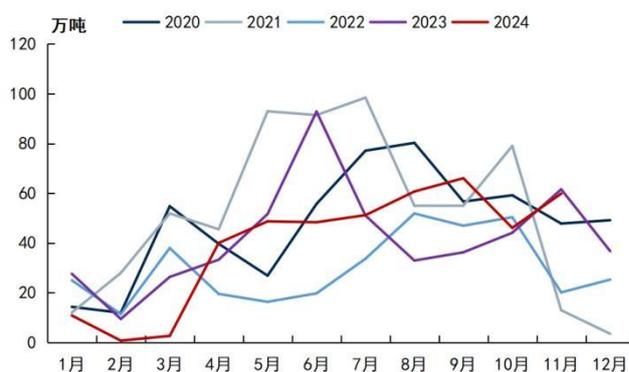
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图27: 磷酸一铵月度出口量



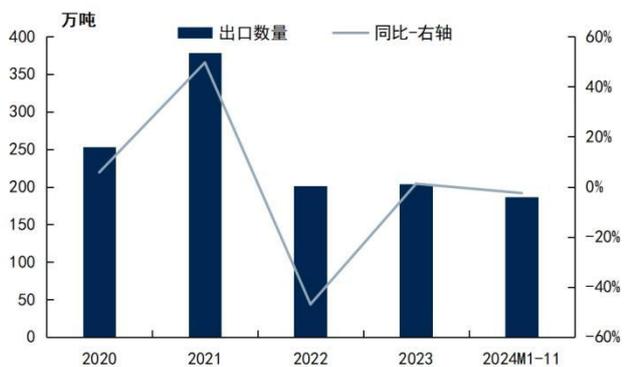
资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图28: 磷酸二铵月度出口量



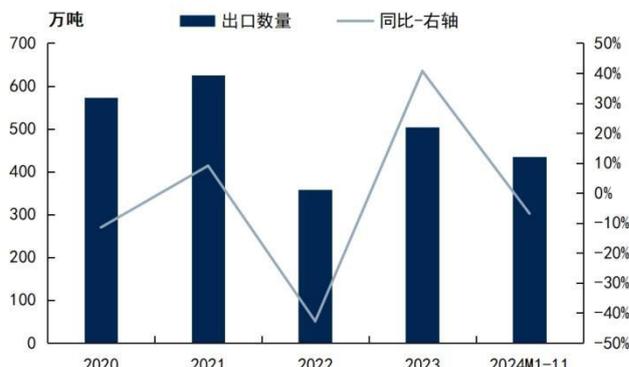
资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图29: 磷酸一铵年度累计出口量



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图30: 磷酸二铵年度累计出口量



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

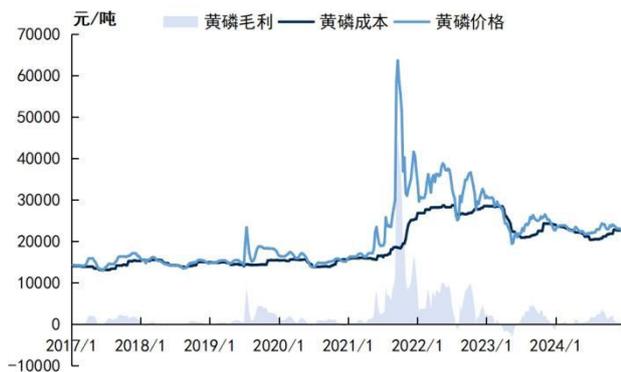
4、黄磷与磷酸基本面数据跟踪

黄磷行业近况及价格走势

据百川盈孚, 截至12月31日, 云南黄磷市场价格22700元/吨, 同比+1.34%, 环比-0.87%。12月西南电价波动不大, 黄磷行业成本较上月基本持稳, 价格下降使得毛利有所降低, 12月27日参考毛利率为1.05%, 连续8周低于5%, 行业利润微薄。产量与开工率方面, 12月份我国黄磷行业预计开工率58.30%, 同比+5.36pcts, 环比-5.75pcts; 我国的黄磷进出口数量均较小, 因此产量与表观消费量接近, 12月份国内黄磷预计产量7.20万吨, 同比+11.64%, 环比-8.98%; 1-12月我国黄磷累计产量85.18万吨, 同比+19.92%。库存方面, 截至12月27日, 国内黄磷工厂总库存4.37万吨, 同比+10.63%, 环比+9.25%。

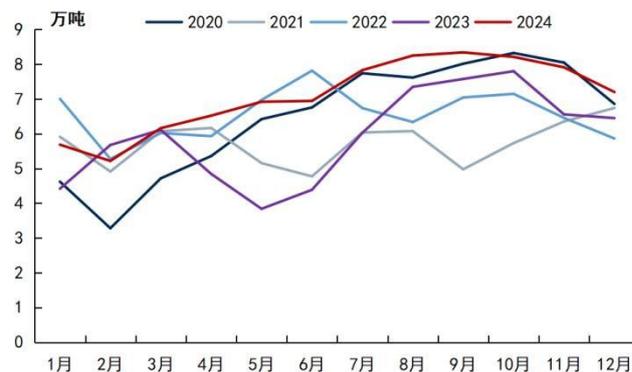
据百川盈孚, 2025年1月, 考虑到黄磷有减量预期, 再加上临近春节预计部分下游企业会有备货计划, 价格可能继续小幅推涨, 但是下半月备货结束, 不排除有小幅降价的可能, 价格区间可能在22700-23200元/吨之间调整。

图31: 黄磷价格、成本、毛利



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图32: 黄磷月度产量



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图33: 黄磷行业开工率



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图34: 黄磷工厂总库存



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

磷酸行业近况及价格走势

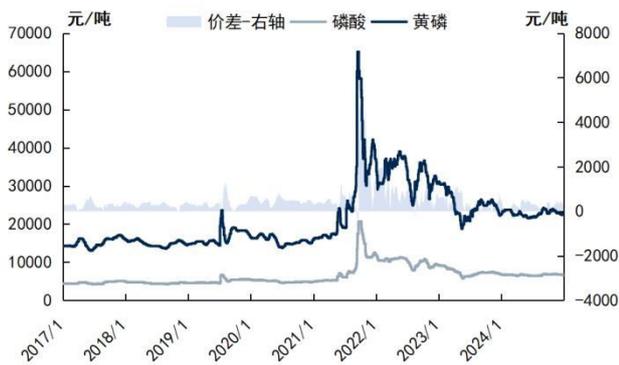
据百川盈孚, 截至 12 月 31 日, 国内磷酸参考价格 6683 元/吨, 同比-1.95%, 环比-1.47%, 12 月热法磷酸因黄磷价格下跌成本支撑不足, 价格重心小幅下移, 价差有所收窄。

产量与开工率方面, 据卓创资讯, 12 月国内磷酸产量预计 7.2 万吨, 同比+3.75%, 环比+0.84%; 1-12 月国内磷酸累计产量 85 万吨, 同比-2.30%; 12 月份国内磷酸行业开工率 28.89%, 同比+7.86 pcts, 环比 0.24 pcts。

出口方面, 据海关总署, 11 月我国磷酸出口量 3.02 万吨, 同比-2.73%, 环比+27.11%; 1-11 月累计出口量 31.49 万吨, 同比-8.11%。

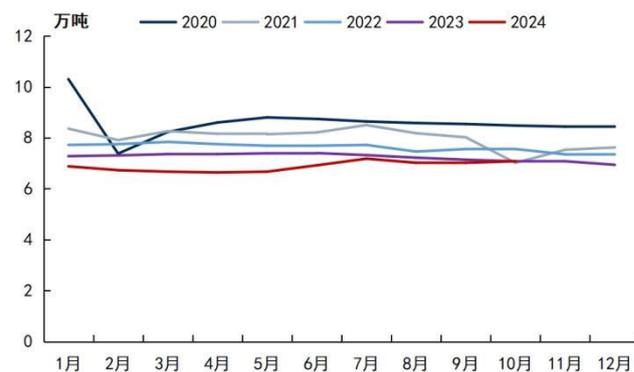
据百川盈孚, 预计 2025 年 1 月热法磷酸市场行情窄幅调整, 偏稳运行概率大, 预估国内磷酸价格运行区间在 6400-7000 元/吨之间。

图35: 热法磷酸价格、价差



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图36: 磷酸月度产量



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

5、饲料级磷酸盐基本面数据跟踪

磷酸氢钙行业近况及价格走势

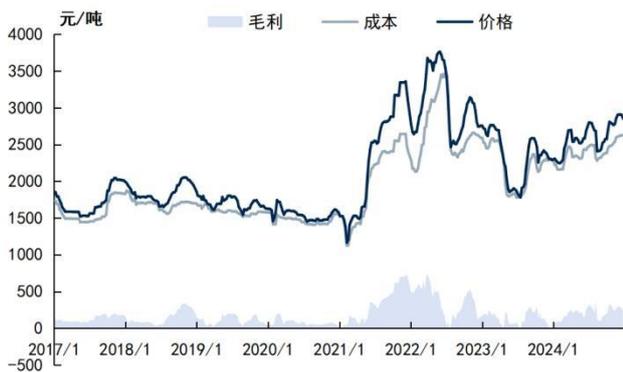
据百川盈孚, 截至 2024 年 12 月 31 日, 国内磷酸氢钙市场均价 2815 元/吨, 同比去年+24.56%, 环比上月-2.56%; 同期成本涨幅分别为 14.31%、0.72%; 12 月第 4 周国内磷酸氢钙毛利润约为 225.77 元/吨, 毛利率 7.92%, 毛利润较上月下降 71.15 元/吨, 较去年同期涨 234.77 元/吨。

供给端, 目前我国磷酸氢钙产能 495 万吨/年, 暂无在建产能, 2024 年 11 月我国磷酸氢钙产量 20.75 万吨, 同比-4.25%, 环比+20.50%, 1-11 月累计产量 193.79 万吨, 同比-17.57%; 11 月磷酸氢钙行业开工率 45.70%, 同比-5.18 pcts, 环比+5.65 pcts。

需求端, 磷酸氢钙下游主要用于猪、禽等饲料添加剂, 年度需求相对稳定, 11 月我国磷酸氢钙表观消费量 18.99 万吨, 同比-5.56%, 环比+24.68%; 1-11 月累计表观消费量 176.51 万吨, 同比-19.97%。出口方面, 11 月我国磷酸氢钙出口量 4.95 万吨, 同比+0.52%, 环比+34.84%, 1-11 月累计出口量 45.47 万吨, 同比+5.75%。库存方面, 12 月底国内磷酸氢钙工厂总库存 0.8 万吨, 同比降低 3.88 万吨, 环比持平, 当前工厂库存处于较低水平。

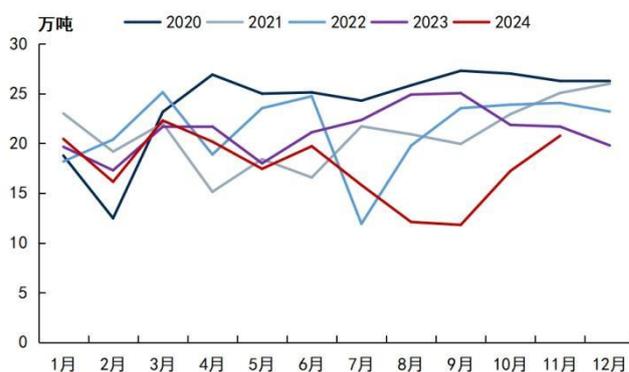
总的来说, 今年以来国内磷酸氢钙产量及表观消费量双降, 主要是因为磷矿石价格维持高位, 外采磷矿石生产磷酸氢钙企业成本承压而降低产量, 同时下游养殖业受肉类价格下降对磷酸氢钙的需求量也在下降, 而拥有自有磷矿的磷酸氢钙企业保持了较高的开工率水平, 利润率较为可观。

图37: 磷酸氢钙价格、成本、毛利



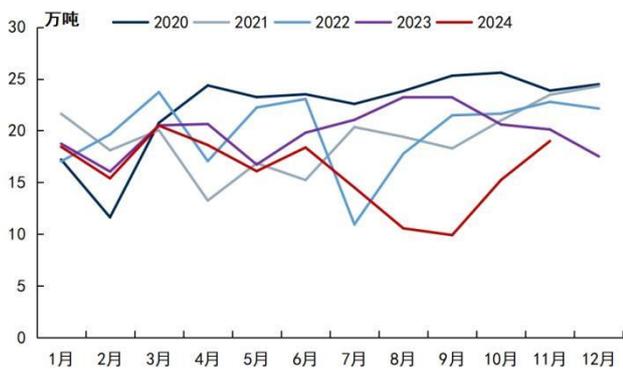
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图38: 磷酸氢钙月度产量



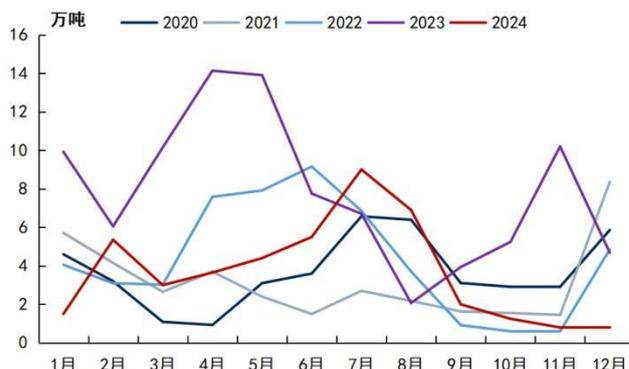
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图39: 磷酸氢钙月度表观消费量



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图40: 磷酸氢钙月末工厂总库存



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

6、含磷新能源材料基本面数据跟踪

磷酸铁行业近况及价格走势

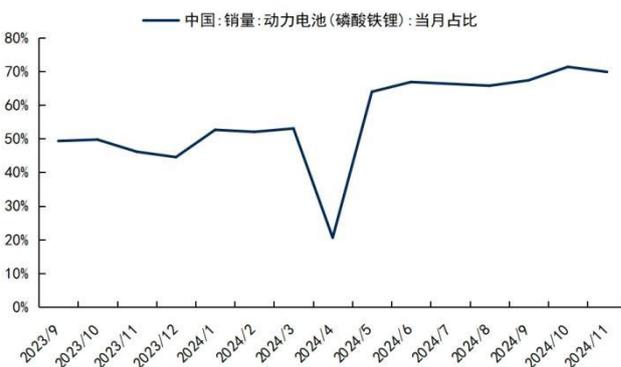
近些年来,在国内相关政策支持、锂电技术进步、消费者对新能源汽车接受程度提高等背景下,我国的新能源汽车产业快速发展,据国家统计局数据,2024年11月,我国新能源汽车产量达157.4万辆,占汽车产量的45.65%,新能源汽车产量占比持续提升。新能源汽车的动力电池主要可分为三元锂电池和磷酸铁锂电池两种,近些年来磷酸铁锂电池凭借其高安全性、长寿命和成本优势市场份额持续提升,据Wind数据,2024年11月国内动力电池销量中磷酸铁锂电池占比69.80%,三元锂电池占比30.10%,磷酸铁锂电池已成为主流新能源汽车动力电池,受益于新能源汽车产销量的提升,磷酸铁锂相关含磷新能源材料的产销量也持续增长。

图41: 中国新能源汽车产量及占比



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

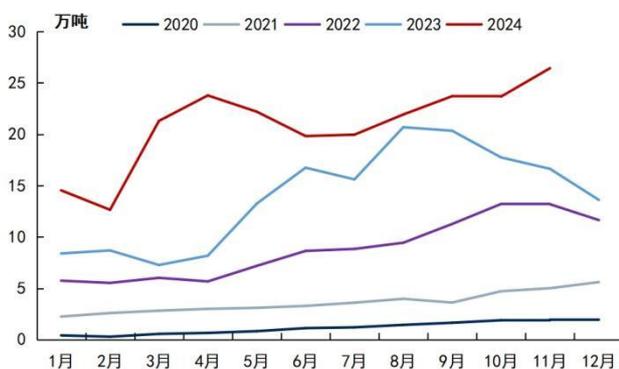
图42: 中国磷酸铁锂电池销售占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

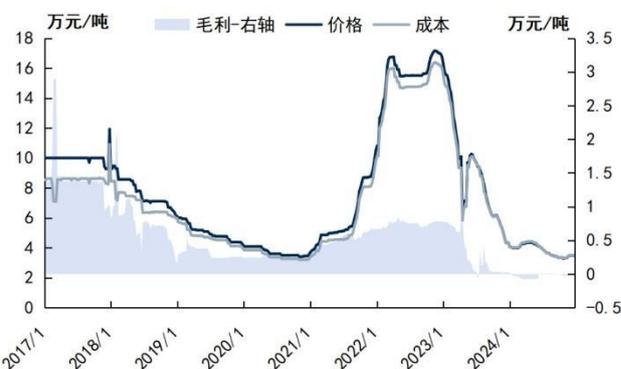
据百川盈孚, 2024年11月我国磷酸铁锂产量26.42万吨, 同比+58.88%, 环比+11.66%; 1-11月我国磷酸铁锂累计产量229.93万吨, 同比+49.80%, 今年以来磷酸铁锂产量持续增长。虽然磷酸铁锂产销量快速增长, 但行业产能扩张速度快于需求增速, 目前国内磷酸铁锂行业面临产能过剩问题, 截至2024年11月, 我国磷酸铁锂产能达545.5万吨/年, 同比提升40.63%, 11月行业开工率58.13%, 为2024年以来行业月度开工率最大值。受行业产能过剩及原材料碳酸锂价格下降影响, 磷酸铁锂市场价格持续走低, 截至2024年12月第4周, 磷酸铁锂市场价格约3.49万元/吨, 单吨毛利润约-190.28元, 今年以来磷酸铁锂生产企业出现批量亏损情况。

图43: 磷酸铁锂月度产量



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

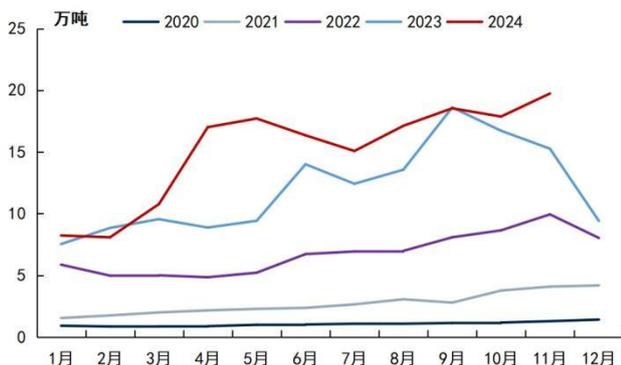
图44: 磷酸铁锂价格、成本、毛利



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

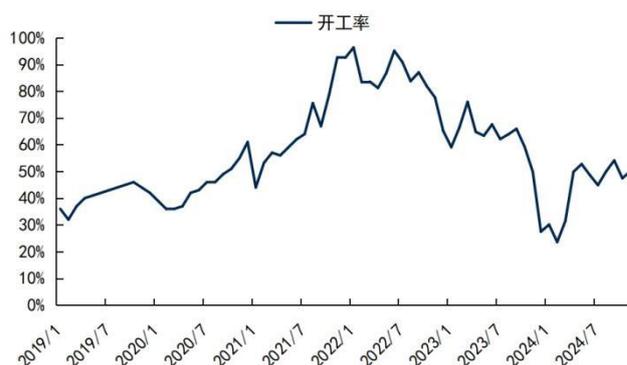
磷酸铁工艺生产磷酸铁锂具有工艺简单、能耗较低、产品质量高等优点, 已成为磷酸铁锂的主流生产工艺之一, 单耗0.95吨磷酸铁。磷酸铁与磷酸铁锂行业的发展节奏相似, 当前也面临着行业产能过剩、企业普遍亏损困境。据百川盈孚, 2024年11月, 国内磷酸铁产量19.74万吨, 同比+29.32%, 环比+10.46%; 1-11月磷酸铁累计产量166.51万吨, 同比+23.51%。11月国内磷酸铁行业开工率50.10%, 同比提升0.19 pcts, 环比提升2.65 pcts。截至2024年11月, 国内磷酸铁行业产能达460.8万吨, 今年以来行业新增产能投放节奏明显放缓, 但现阶段磷酸铁行业仍面临产能过剩问题, 受此影响磷酸铁价格持续走低, 自2023年7月磷酸铁价格首次跌破成本线以来, 磷酸铁生产的毛利润为负值已持续近17个月, 截至12月第4周, 磷酸铁毛利润约为-1930.46元/吨, 亏损幅度较11月扩大。

图45: 磷酸铁月度产量



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图46: 磷酸铁行业开工率



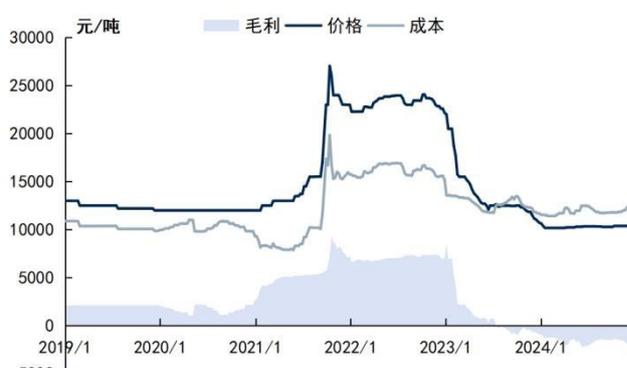
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图47: 磷酸铁行业产能、产量



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图48: 磷酸铁价格、成本、毛利



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

7、含磷农药基本面数据跟踪

草甘膦行业近况及价格走势

据百川盈孚, 截至 12 月 31 日, 华东地区草甘膦市场价格为 2.38 万元/吨, 同比去年-8.46%, 环比上月-1.65%。我国的草甘膦产能全球占比 68.6%, 产品主要用于出口, 我们认为当前全球农药行业的去库周期已基本结束, 去年四季度以来我国草甘膦出口数据持续改善, 全球草甘膦行业供需秩序正恢复正常, 往年海外的季节性需求旺季有望在 2025 年再次体现。

供给端: 中长期行业新增产能有限, 当前行业开工率下降、工厂库存提升

行业开工率提升, 工厂库存快速下降。目前全球草甘膦产能合计约 118 万吨/年, 其中国外 37 万吨/年, 国内 81 万吨/年, 产品主要销往国外, 中长期行业新增产能有限。据百川盈孚, 2024 年我国草甘膦行业的月度开工率均保持在 70%以上, 12 月份行业开工率约 73.93%, 同比提升 5.56 pct, 环比降低-2.22 pct。2024 年全年, 我国草甘膦累计产量约 61.38 万吨, 同比提升 16.05%, 年度产能利用率 75.78%。截至 12 月第 4 周, 国内草甘膦工厂库存约 8.18 万吨, 10 月以来持续累库。

图49: 草甘膦行业月度开工率情况



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图50: 草甘膦行业工厂库存情况



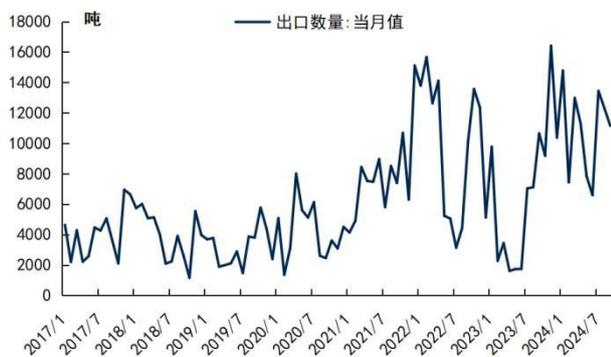
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

出口: 北美进入采购旺季

我国的草甘膦产品主要用于出口。2022年起,我国将草甘膦出口分类归于“其他非卤化有机磷衍生物”,海关商品编码为29314990,“其他非卤化有机磷衍生物”主要包括草甘膦、草铵膦、精草铵膦以及其他小宗化学品。据海关总署,2023年我国“其他非卤化有机磷衍生物”累计出口量46.15万吨,另据百川盈孚,当年我国草甘膦、草铵膦产量分别为48.28万吨、5.82万吨,考虑精草铵膦及其他归于同一大类的小宗化学品产量较小,因此我国的草甘膦产品主要用于出口。另据中农纵横,其分析2021年国内草甘膦产量62.3万吨,近50万吨用于出口,出口量占总产量的80%。综上所述,我国每年绝大部分草甘膦产品用于出口,海外需求是决定国内草甘膦产品产销的关键。北美和南美是全球粮食主产区,也是草甘膦的主要需求地区,南美需求大于北美。

年末至下一年年初是北美除草剂采购旺季,三季度是南美除草剂采购旺季。一般来讲,由于南北半球春耕开始时间存在差异,一般一季度我国出口到北美的除草剂数量较多,据海关总署数据,往年每年的年末至下一年4月是我国除草剂出口到北美的季节性旺季,5月后出口数量开始回落。北美需求回落南美需求提升,6-8月是我国除草剂出口到南美的季节性旺季。

图51: 中国出口到美国的除草剂、抗萌剂、生长调节剂数量



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图52: 中国出口到巴西的除草剂、抗萌剂、生长调节剂数量



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

2024 年以来我国草甘膦出口数据持续改善，看好 2025 年年初北半球需求提升。2022 年 8 月开始全球农化行业进入去库周期，下游对草甘膦原药的采购数量持续下降，采购节奏放缓，表现为我国其他非卤化有机磷衍生物出口数量在 2022 年 8 月至 2023 年 8 月同比增速均为负值。2023 年 9 月开始，我国其他非卤化有机磷衍生物出口数量同比增速都在 10% 以上，说明全球的农药供需秩序已恢复正常。

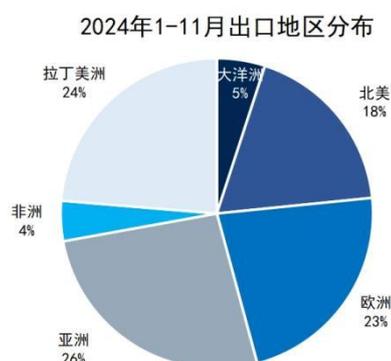
2024 年 1-11 月，我国其他非卤化有机磷衍生物累计出口数量 54.90 万吨，同比增长 32.00%，出口数据大幅改善。从出口区域看，2024 年 1-11 月，亚洲、拉丁美洲、欧洲、北美出口数量占比分别为 26%、24%、23%、18%。北美自 2023 年 10 月起加大从我国的进口草甘膦，2024 年 1-11 月北美从我国进口其他非卤化有机磷衍生物合计 10.11 万吨，同比+68.80%，其中 11 月进口 1.5 万吨，同比+93.62%，目前正处于北美、欧洲春耕前的备货期，我们看好一季度我国草甘膦出口到北美、欧洲的数量提升。

图53: 中国“其他非卤化有机磷衍生物”出口数量



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图54: 2024 年 1-11 月中国“其他非卤化有机磷衍生物”出口区域分布



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图55: 中国出口到北美“其他非卤化有机磷衍生物”数量



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图56: 中国出口到拉美地区“其他非卤化有机磷衍生物”数量



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

成本：年内草甘膦生产成本变动不大，涨价即会提高盈利水平

2024 年以来草甘膦生产成本小幅上涨。2024 年以来草甘膦上游原料黄磷价格波动上涨，导致草甘膦成本有一定上涨，但涨幅不大，据百川盈孚，12 月 27 日国内草甘膦行业平均成本约 24106.3 元/吨，较上月底-0.22%，较年初+2.43%。我们测算 12 月 31 日国内甘氨酸法草甘膦价差约 3382.20 元/吨，IDAN 法草甘膦价差约 2800 元/吨，总的来说，受价格下降影响，当前草甘膦行业的盈利水平承压。此外，受行业竞争加剧影响，甘氨酸法联产的有机硅价格持续下降，据百川盈孚，12 月 31 日华东地区有机硅 DMC 市场价格约 1.3 万元/吨，理论上单吨亏损约 1000-2000 元。总的来说，考虑甘氨酸法草甘膦联产的有机硅价格下降影响，当前甘氨酸法、IDAN 法草甘膦利润水平无显著差异。

图57：甘氨酸法草甘膦价格、价差



资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图58：IDAN 法草甘膦价格、价差



资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

其他含磷农药价格走势

据百川盈孚，截至 12 月 31 日，华东地区草铵膦价格 4.7 万元/吨，同比去年-32.86%，环比上月-3.09%；12 月第 4 周草铵膦毛利润-10201.50 元/吨，当前草铵膦行业面临较为严重的产能过剩问题，毛利润处于亏损状态已持续近一年半以上的时间，预计短期内难以扭亏。

12 月 31 日其他含磷农药价格：乙酰甲胺磷 3.70 万元/吨，较年初-26.00%；三唑磷 5.00 万元/吨，较年初 0.00%；毒死蜱 3.70 万元/吨，较年初+8.82%；马拉硫磷 3.05 万元/吨，较年初-12.86%；辛硫磷折百 3.05 万元/吨，较年初-30.68%；敌百虫 1.90 万元/吨，较年初-2.56%；丙溴磷折百 4.6 万元/吨，较年初-32.35%；敌敌畏 2.30 万元/吨，较年初-8.00%。

图59: 草铵膦价格、成本、毛利



资料来源: Wind、百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图60: 其他含磷农药价格走势



资料来源: Wind、百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

8、12月磷化工行业上市公司重点公告

【云天化:关于公司子公司购买资产暨关联交易的公告】公司全资子公司云南天安化工有限公司拟购买昆明云天化纽米科技有限公司持有的土地、房屋及部分固定资产, 评估价值为人民币 12625.10 万元。

目前公司精细磷化工及化工新材料研发创新和试验研究存在研发试验基地分散、分析检测平台不健全、中试装置场地选址行政许可手续办理困难等问题。为强化研发资源利用, 提高新技术、新工艺、新产品的研发效率, 打造集研发创新、分析检测、试验研究、技术服务功能一体化的研发创新基地。公司拟按照研发基地集中且与生产基地就近原则, 由公司全资子公司天安化工以非公开转让的方式购买昆明纽米持有的土地、房屋及部分固定资产, 用于下属云天化研究院建设研发创新基地。

【兴发集团:关于投资新建 10 万吨/年工业硅项目的公告】兴发集团于 2024 年 12 月 30 日召开第十一届董事会第六次会议, 审议通过了《关于内蒙古兴发科技有限公司投资新建 10 万吨/年工业硅项目的议案》, 同意公司全资孙公司内蒙古兴发科技有限公司投资 14.95 亿元, 建设 10 万吨/年工业硅项目。项目分两期建设, 其中一期 3 台电炉及配套装置预计 2026 年上半年建成投产, 二期 3 台电炉及配套装置计划 2027 年底建成投产。

兴发集团现已形成有机硅单体产能 60 万吨/年, 下游深加工产能超 30 万吨/年, 并配套上游工业硅产能 6 万吨/年、硅石矿产能 100 万吨/年。工业硅作为有机硅的主要原材料, 当前配套产能严重不足, 无法良好保障公司有机硅产业发展需求。本次新建 10 万吨/年工业硅项目, 可显著增强公司有机硅原材料保障能力, 进一步发挥硅石矿资源协同优势, 从而提增有机硅上下游一体化产业运营效益。

【湖北宜化:湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)】湖北宜化拟以支付现金方式, 受让宜化集团持有的宜昌新发投 100% 股权。本次交易完成后, 上市公司将持有宜昌新发投 100% 股权, 宜昌新发投成为上市公司全资子公司, 上市公司持有新疆宜化股权比例将由 35.597% 上升至 75.00%。本次交易前, 上市公司的主营业务为化肥产品、化工产品的生产及销售。上市公司 2023 年主要产品产能为: 尿素 156 万吨/年、PVC 84 万吨/年、烧碱 68 万吨/年、磷酸二铵 12 万吨/年。本次交易完成后, 上市公司的主营业务为化肥产品、化工产品、煤炭的生产及销售, 形成完整的化工上下游产业链。按 2023 年主要产品的

产能计算，将新增主要产品年产能：尿素 60 万吨、PVC 3 万吨、烧碱 25 万吨、煤炭 3000 万吨。

【云图控股:关于 2024 年前三季度利润分配预案的公告】2024 年前三季度的利润分配预案为：以公司现有总股本 12.08 亿股为基数，向全体股东实施每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税），本次利润分配不送红股，不以公积金转增股本，剩余未分配利润结转后续分配，以此计算预计现金分红总额为 1.21 亿元（含税），2024 年 1-9 月公司实现归属于上市公司股东的净利润 6.69 亿元。

9、国信化工观点及盈利预测

总的来说，近两年来我国可开采磷矿品位下降，开采难度和成本提升，落后产能有望逐渐出清，而新增产能投放时间周期较长且高品位矿资源日益稀缺，进口磷矿石无显著成本优势，考虑在建产能投产及落后产能退出后，我们预计中长期内国内磷矿石实际供给增量有限；需求端，磷肥等磷矿石传统需求领域保持平稳增长，以磷酸铁锂为代表的新兴领域需求快速增长，未来需求仍有较大的提升空间。我们认为磷矿石供需紧平衡有望继续保持较长时间，磷矿石中长期价格中枢将继续维持较高水平，看好磷矿石的长期景气度，我们重点推荐磷矿储量丰富的磷化工全产业链龙头企业**【云天化】**、**【兴发集团】**，建议关注磷矿石产能不断提升的**【湖北宜化】**、**【云图控股】**。

表2：相关公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (2024/12/31) (元)	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
600096	云天化	优于大市	22.30	2.47	2.93	3.01	9.2	7.7	7.5	1.92
600141	兴发集团	优于大市	21.70	1.24	1.67	1.94	18.7	13.9	11.9	1.15
000422	湖北宜化	优于大市	12.62	0.43	1.03	1.12	27.9	11.6	10.7	1.85
002539	云图控股	优于大市	7.82	0.74	0.75	0.94	9.7	9.5	7.6	1.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理并预测

风险提示

安全生产和环境保护风险；磷化工产品需求不及预期的风险；产能扩张导致的市场风险；原材料价格波动的风险等。

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032