

# 磷化工行业：2025年2月月度观察

## 春耕备货提高磷肥需求，磷酸氢钙价格上涨

优于大市

### 核心观点

#### 2025年2月SW磷肥与磷化工指数跑输SW基础化工指数、沪深300指数。

截至2025年2月28日，SW磷肥与磷化工指数收于1531.31点，较1月27日的1594.62点下跌-3.97%；同期SW基础化工指数由3261.94点上涨至3370.21点，涨幅3.32%；沪深300指数由3817.08点涨至3890.05点，涨幅1.91%；2月SW磷肥与磷化工指数跑输SW基础化工指数7.29pcts，跑输沪深300指数5.88pcts。

**磷酸一铵与磷酸氢钙盐价格上涨。**2月份磷化工相关产品中磷酸一铵和磷酸氢钙涨幅居前，较上月涨幅分别为9.74%、7.35%；磷矿石与磷酸二铵价格与上月持平；2月价格跌幅最大的磷化工产品是六氟磷酸锂，较上月跌幅-4.80%。与2024年同期相比，磷酸氢钙与磷酸一二钙这两个磷酸钙盐产品价格涨幅分别为23.43%、23.16%，领涨磷化工相关产品。2024年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。

**冬储春肥市场稳步推进，磷肥刚需逐步释放。**随着春耕市场的临近，2月一铵价格上涨，二铵价格平稳运行，产销逐渐恢复。据百川盈孚，截至2月27日，国内磷酸一铵参考价格3279元/吨，同比+7.51%，环比+9.74%；一铵价差约635.15元/吨，同比-21.94%，环比上月+24.14%。国内磷酸二铵参考价格3306元/吨，同比-9.87%，环比上月持平；二铵价差约354.44元/吨，同比-68.52%，环比上月-34.83%。成本方面，受硫磺及合成氨涨价影响，2月份一铵和二铵生产成本有所提升，一铵价格顺势调涨，价差有所修复；而二铵价格在1月响应保供稳价政策调降后企稳，2月价差继续被压缩。开工率方面，据百川盈孚，预计2月（2.1-2.28）磷酸一铵产量约73.75万吨，较上月同期增加8.18万吨，增幅12.48%；月均开工45.94%，较1月同期增幅4.69%；2月多数企业二铵装置正常运行，保证冬储春耕市场供应。

**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	20.90	383	2.86	2.98	7.8	7.5
600141	兴发集团	优于大市	21.22	234	1.62	2.01	13.2	10.7
000422	湖北宜化	优于大市	12.15	132	0.93	1.05	12.9	11.4
002539	云图控股	优于大市	7.74	93	0.74	0.90	10.5	8.6

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

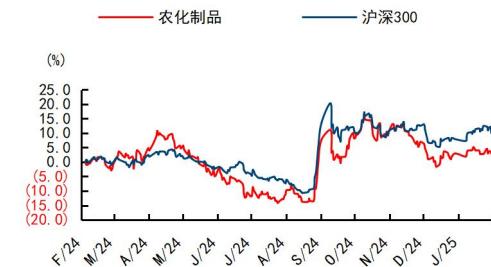
S0980520120002

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：2025年1月月度观察—磷矿石价格高位运行，磷肥保供稳价工作稳步推进》——2025-02-07

《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》——2025-01-02

《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

## 内容目录

1、2025年2月磷化工行业整体表现 .....	5
2、磷矿石行业基本面数据跟踪 .....	6
3、磷肥行业基本面数据跟踪 .....	11
4、黄磷基本面数据跟踪 .....	14
黄磷行业近况及价格走势 .....	14
5、饲料级磷酸盐基本面数据跟踪 .....	15
磷酸氢钙行业近况及价格走势 .....	15
6、含磷新能源材料基本面数据跟踪 .....	16
7、含磷农药基本面数据跟踪 .....	18
草甘膦行业近况及价格走势 .....	18
其他含磷农药价格走势 .....	20
8、2月磷化工行业公司重点公告 .....	21
9、国信化工观点及盈利预测 .....	22
风险提示 .....	22

# 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: 湖北地区磷矿石市场价格 .....	6
图3: 国内磷矿石消费结构变化 .....	6
图4: 中国磷矿石月度产量 .....	7
图5: 中国磷矿石月度名义产能开工率 .....	7
图6: 中国磷矿石产能、产量 .....	8
图7: 中国磷矿石进口量 .....	8
图8: 中国磷矿石年度表观消费量 .....	8
图9: 中国磷矿石月度表观消费量 .....	8
图10: 中国磷酸一铵、二铵产量及增速 .....	9
图11: 中国黄磷产量及增速 .....	9
图12: 中国磷酸产量及增速 .....	9
图13: 中国磷酸铁锂产量及增速 .....	9
图14: 中国磷酸氢钙产量及增速 .....	10
图15: 中国草甘膦产量及增速 .....	10
图16: 露天开采磷矿石成本、毛利润 .....	10
图17: 露天及地下开采磷矿石毛利润 .....	10
图18: 磷酸一铵价格、价差 .....	11
图19: 磷酸二铵价格、价差 .....	11
图20: 磷酸一铵月度产量 .....	12
图21: 磷酸二铵月度产量 .....	12
图22: 磷酸一铵库存 .....	12
图23: 磷酸二铵库存 .....	12
图24: 磷酸一铵月度表观消费量 .....	13
图25: 磷酸二铵月度表观消费量 .....	13
图26: 磷酸一铵月度出口量 .....	13
图27: 磷酸二铵月度出口量 .....	13
图28: 磷酸一铵年度累计出口量 .....	13
图29: 磷酸二铵年度累计出口量 .....	13
图30: 黄磷价格、成本、毛利 .....	14
图31: 黄磷月度产量 .....	14
图32: 黄磷行业开工率 .....	14
图33: 黄磷工厂总库存 .....	14
图34: 磷酸氢钙价格、成本、毛利 .....	15
图35: 磷酸氢钙月度产量 .....	15
图36: 磷酸氢钙月度表观消费量 .....	16
图37: 磷酸氢钙月末工厂总库存 .....	16

图38: 中国新能源汽车产量及占比 .....	16
图39: 中国磷酸铁锂动力电池销售占比 .....	16
图40: 磷酸铁锂月度产量 .....	17
图41: 磷酸铁锂价格、成本、毛利 .....	17
图42: 磷酸铁月度产量 .....	17
图43: 磷酸铁行业开工率 .....	17
图44: 磷酸铁行业产能、产量 .....	18
图45: 磷酸铁价格、成本、毛利 .....	18
图46: 草甘膦行业月度开工率情况 .....	18
图47: 草甘膦行业工厂库存情况 .....	18
图48: 中国“其他非卤化有机磷衍生物”出口数量 .....	19
图49: 2024年中国“其他非卤化有机磷衍生物”出口区域 .....	19
图50: 中国出口到北美“其他非卤化有机磷衍生物”数量 .....	20
图51: 中国出口到拉美地区“其他非卤化有机磷衍生物”数量 .....	20
图52: 甘氨酸法草甘膦价格、价差 .....	20
图53: IDAN法草甘膦价格、价差 .....	20
图54: 草铵膦价格、成本、毛利 .....	21
图55: 其他含磷农药价格走势 .....	21
表1: 磷化工产业链主要品种: 价格及涨跌幅跟踪 .....	6
表2: 主要磷化工上市公司估值表 .....	22

## 1、2025年2月磷化工行业整体表现

**2025年2月SW磷肥与磷化工指数跑输SW基础化工指数、沪深300指数。**截至2025年2月28日,SW磷肥与磷化工指数收于1531.31点,较1月27日的1594.62点下跌-3.97%;同期SW基础化工指数由3261.94点上涨至3370.21点,涨幅3.32%;沪深300指数由3817.08点涨至3890.05点,涨幅1.91%;2月SW磷肥与磷化工指数跑输SW基础化工指数7.29 pcts,跑输沪深300指数5.88 pcts。

**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

**磷酸一铵与磷磷钙盐价格上涨。**2月份磷化工相关产品中磷酸一铵和磷酸氢钙涨幅居前,较上月涨幅分别为9.74%、7.35%;磷矿石与磷酸二铵价格与上月持平;2月价格跌幅最大的磷化工产品是六氟磷酸锂,较上月跌幅-4.80%。

与2024年同期相比,磷酸氢钙与磷酸一二钙这两个磷酸钙盐产品价格涨幅分别为23.43%、23.16%,领涨磷化工相关产品。2024年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。

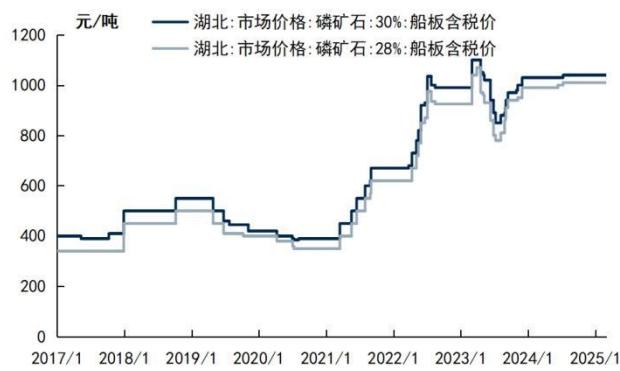
**表1: 磷化工产业链主要品种: 价格及涨跌幅跟踪**

产品	价格 (2/27, 元/吨)	较上月	较 2025 年初	较 2024 年同期
磷酸一铵	3279	9.74%	5.23%	8.61%
磷酸氢钙	2892	7.35%	4.22%	23.43%
磷酸一二钙	3818	5.53%	2.86%	23.16%
工业级磷铵	6079	4.43%	4.13%	16.34%
磷酸二氢钙	4137	1.03%	-0.24%	22.54%
磷酸二铵	3306	0.00%	-6.64%	-9.87%
磷矿石	1018	0.00%	0.00%	1.09%
三聚磷酸钠	6598	0.00%	1.46%	-9.11%
六偏磷酸钠	8050	0.00%	0.00%	-5.52%
磷酸铁	10500	0.00%	0.00%	1.94%
磷酸铁锂	35700	-0.28%	0.56%	-12.93%
磷酸	6733	-0.74%	0.75%	0.25%
草铵膦	45500	-0.87%	-3.19%	-22.22%
黄磷	22749	-1.81%	-0.31%	-3.77%
草甘膦	22909	-2.13%	-2.96%	-9.48%
三氯化磷	5657	-2.35%	-5.26%	-6.50%
六氟磷酸锂	59500	-4.80%	-4.80%	-7.03%

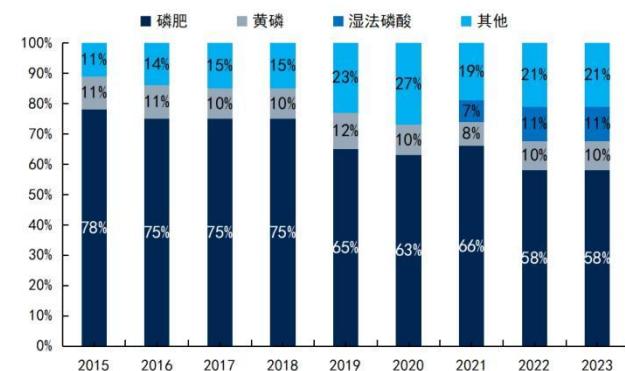
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

## 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 2025 年 2 月, 28 日, 湖北市场 30%品位磷矿石船板含税价 1040 元/吨, 云南市场 30%品位磷矿石货场交货价 950 元/吨, 均环比上月持平。

**图2: 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3: 国内磷矿石消费结构变化**


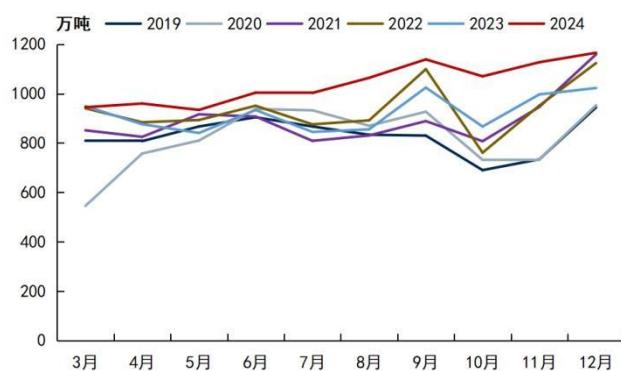
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

### 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

2024年我国磷矿石累计产量同比增长7%，创2018年以来同期最大值。据国家统计局数据，12月我国磷矿石产量1165.01万吨，同比+13.96%，环比-3.39%；2024年全年我国磷矿石累计产量11352.79万吨，同比增长7%，产量创下2018年以来同期最大值。

据百川盈孚，截至2024年12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4：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

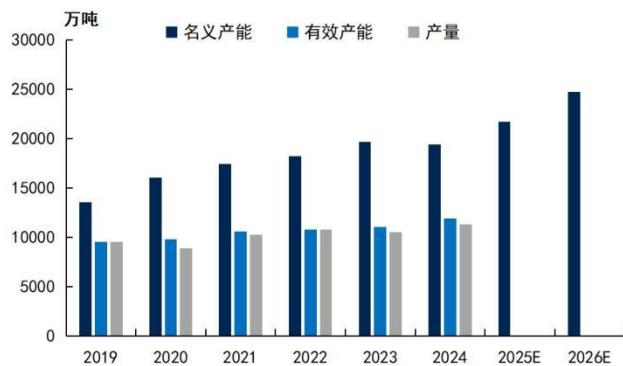
图5：中国磷矿石月度名义产能开工率



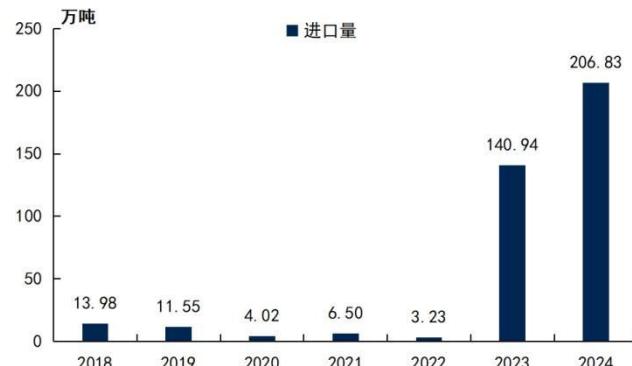
资料来源：国家统计局、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

**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，2024年我国累计进口磷矿石206.83万吨，同比增长46.75%；累计进口金额2.03亿美元，同比增长37.13%；平均进口均价98.03美元/吨，同比下降6.56%。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6: 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7: 中国磷矿石进口量**


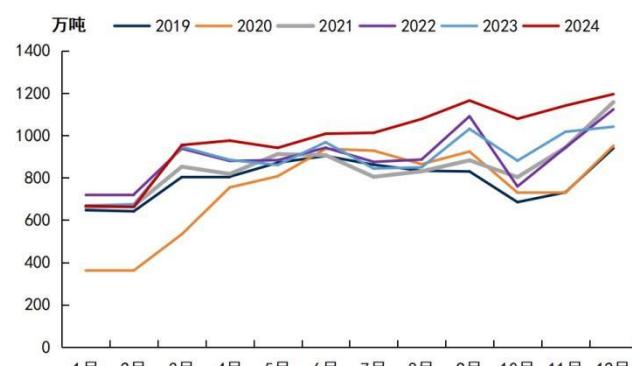
资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

### 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，2024年12月我国磷矿石表观消费量1195.24万吨，同比+14.77%，环比+4.76%，创下2019年以来最大单月表观消费量；2024年全年我国累计磷矿石表观消费量达11878.65万吨，同比增长11.37%；我国磷矿石表观消费量自2020年触底以来持续回升，2021-2024年每年表观消费量均突破1亿吨，下游需求持续增长。

**图8: 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9: 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

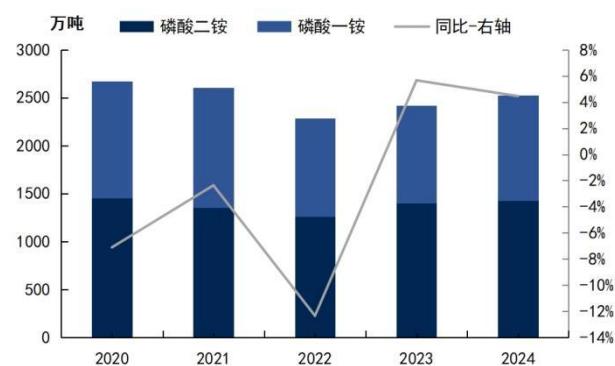
**磷肥产量平稳增长，刚需属性持续凸显。**2024年我国磷酸一铵累计产量1098.36万吨，同比增长7.81%；磷酸二铵累计产量1425.31万吨，同比增长2.01%；一铵与二铵产量合计2523.67万吨，同比增长4.45%。出口方面，2024年中国磷酸一铵累计出口量200.48万吨，同比减少-1.55%，同期磷酸二铵出口456.22万吨，同比减少-9.40%。整体来看，2024年我国的磷肥国内需求保持平稳增长，抵消了出口量下降带来的需求减量，保障了磷肥产量平稳增长，进而对磷矿石需求量起到压舱石作用。

**农药去库周期结束，黄磷与草甘膦产量稳步增长。**2024年，我国黄磷产量85.18万吨，同比增长19.92%。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%。2024 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。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，2024 年我国草甘膦产量 61.38 万吨，同比增长 16.05%。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。

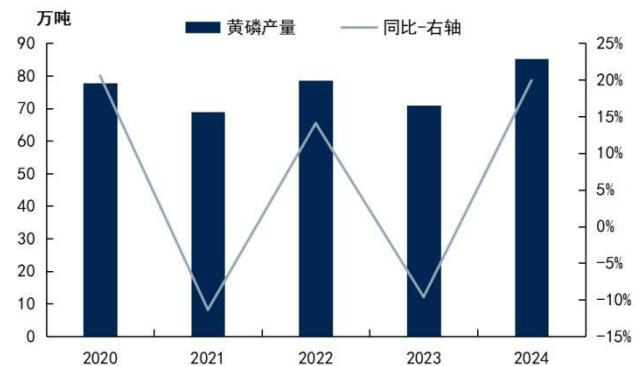
**新能源汽车产销量同比高增，磷酸铁锂在磷矿下游需求占比持续提升。**据工信部，2024 年我国汽车产量 3155.93 万辆，同比增长 4.80%，其中新能源汽车产量 1316.80 万辆，同比增长 38.70%，年度产量占比提升至 41.72%，12 月份新能源汽车产量占比已进一步提升至 47.08%，其中 12 月磷酸铁锂动力电池销量占比更是达到 72.40%。受益于新能源汽车渗透率持续提升，正极材料磷酸铁锂的需求快速增长，2024 年国内磷酸铁锂产量 257.27 万吨，同比增长 53.97%，折算成 17% 品位磷矿石需求量约 680.80 万吨，占当年我国磷矿石产量的约 5.73%，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10: 中国磷酸一铵、二铵产量及增速



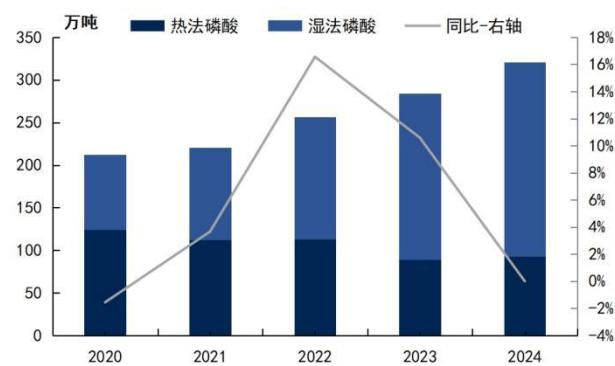
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图11: 中国黄磷产量及增速



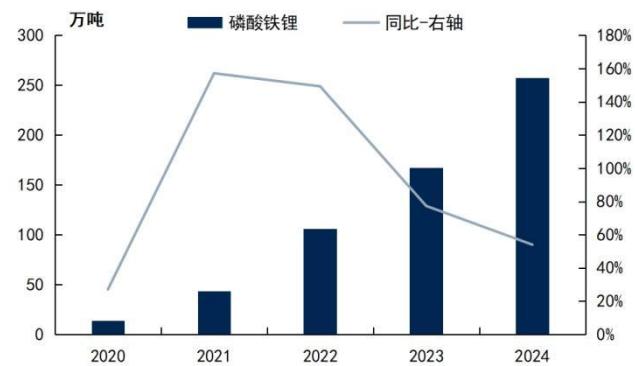
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图12: 中国磷酸产量及增速

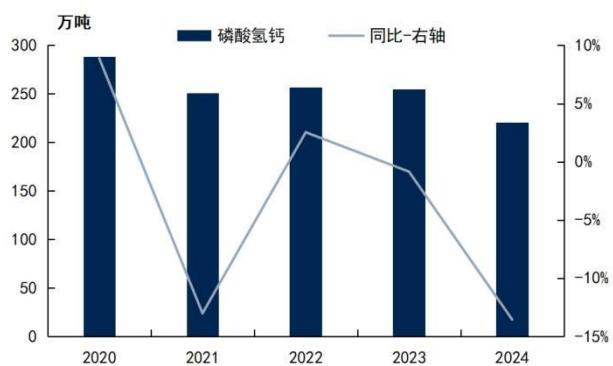


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

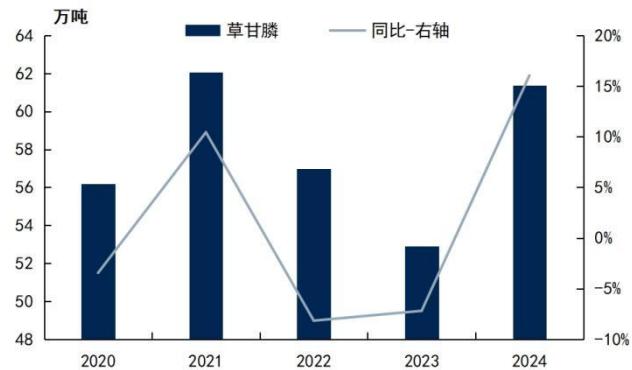
图13: 中国磷酸铁锂产量及增速



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

**图14: 中国磷酸氢钙产量及增速**


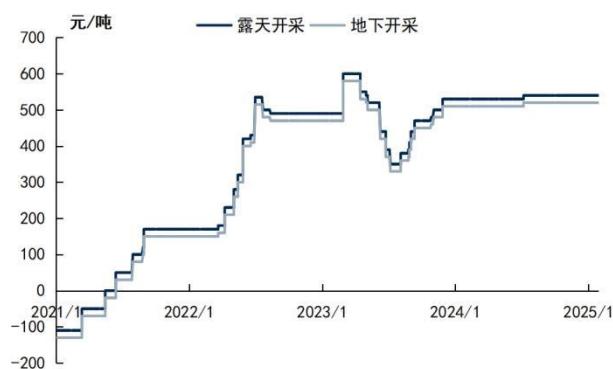
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

**图15: 中国草甘膦产量及增速**


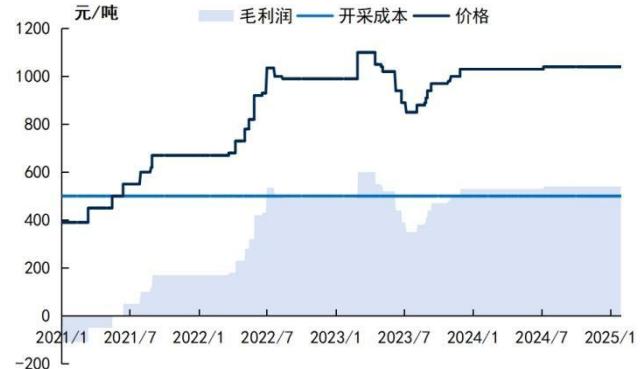
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

### 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 2 月 28 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16: 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17: 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

化肥行业协会向全行业发出保供稳价号召。1月17日中国磷复肥工业协会向全行业发出“主动担当 让利于农”的倡议，包括积极组织生产，一次性降价让利，加快向基层铺货进度等，1月份国内主要磷酸二铵企业主动将二铵价格下调200元/吨。2月10日，中国氮肥工业协会向全行业发出“坚持生产，全力保供”的倡议。2月24日，春耕钾肥“保供稳价”倡议书紧跟发布。

**冬储春肥市场稳步推进，化肥刚需逐步释放。**随着春耕市场的临近，“化肥风向标”尿素以及相关产品钾肥等率先调涨，工铵以及磷酸一铵随后也有一定跟进，化肥产业链表现逐渐升温。

**2月一铵价格上涨，二铵价格平稳运行。**据百川盈孚，截至2月27日，国内磷酸一铵参考价格3279元/吨，同比+7.51%，环比+9.74%；一铵价差约635.15元/吨，同比-21.94%，环比上月+24.14%。国内磷酸二铵参考价格3306元/吨，同比-9.87%，环比上月持平；二铵价差约354.44元/吨，同比-68.52%，环比上月-34.83%。

#### 原料端：硫磺、合成氨价格上涨，一铵二铵生产成本提升

截至2月27日，国内磷矿石参考价格1018元/吨，较上月末持平，我们预计2025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1780元/吨，较上月末+21.17%，短期来看，硫磺供需错配矛盾难有实质性缓解，一方面是下游终端用户依旧表露刚需，而且贸易商投机采购，买盘继续跟进；另外一方面是，美金盘成交不足，进口资源到货补充偏少，因此我们预期3月份硫磺价格将维持高位震荡；2月27日合成氨参考价格2434元/吨，同比-7.31%，环比+8.03%，2月份受国内多套合成氨装置停产检修及复工需求回升影响，合成氨价格顺势调涨，当前煤价处于下行通道，合成氨生产成本有所降低，后续随着检修装置陆续复产，合成氨的价格重心有望下移。总的来说，受硫磺及合成氨涨价影响，2月份磷酸一铵和磷酸二铵生产成本有所提升，一铵价格顺势调涨而二铵价格持平，因此一铵盈利水平提升而二铵下滑。我们预计2025年3月一铵和二铵价格将窄幅波动，盈利水平企稳。

图18：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19：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：春耕需求旺季在即，2月一铵开工率环比提升

据百川盈孚，预计2月(2.1-2.28)磷酸一铵产量约73.75万吨，较上月同期(65.57吨)增加8.18万吨，增幅12.48%；预计2月(2.1-2.28)行业月均开工45.94%，较1月同期(43.88%)增幅达4.69%。2024年全年，国内磷酸一铵累计产量1098.36

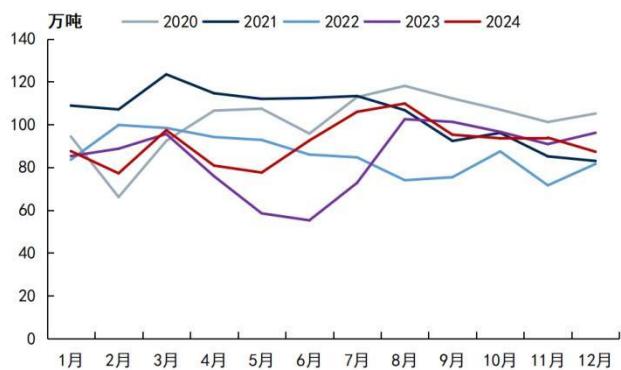
万吨，同比+7.81%。

2025年1月国内磷酸二铵产量114.25万吨，同比-2.76%，环比+0.54%，行业开工率58.15%，同比-1.64pcts，环比+0.31pcts。据百川盈孚，2月多数企业二铵装置正常运行，保证冬储春耕市场供应。2024年全年，国内磷酸二铵累计产量1425.31万吨，同比+2.01%。

库存方面，截至2月21日，国内磷酸一铵工厂总库存21.54万吨，同比+66.59%，环比+12.89%；截至2月21日，国内磷酸二铵工厂总库存23.30万吨，同比+64.74%，环比+11.11%。

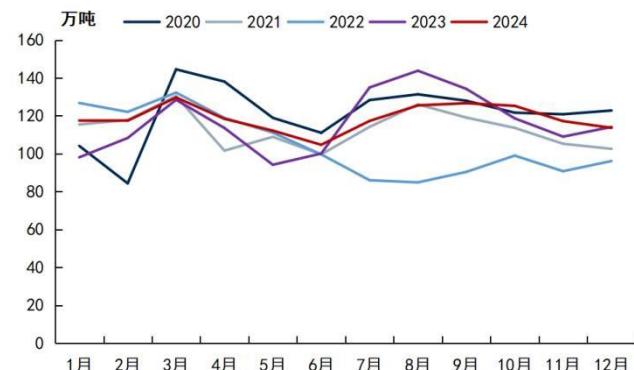
整体来看，为保证冬储春耕市场供应，2月份磷酸一铵、二铵产量平稳增长，磷肥工厂库存开始累积，但库存的绝对数量相对较低；当前正值国内需求旺季，预计一季度国内磷肥出口数量有限，后续出口预期尚不明晰。

图20：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21：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22：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23：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

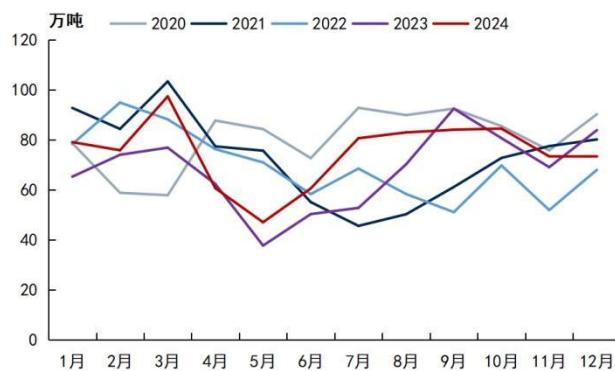
### 需求端：春耕用肥时间临近，磷肥需求季节性回暖

国内需求方面，据百川盈孚及海关总署，2024年全年我国磷酸一铵累计表观消费量899.41吨，同比+10.30%；磷酸二铵累计表观消费量969.01吨，同比+8.43%；随着国内春耕用肥时间临近，磷肥需求将出现季节性回暖。

海外需求方面，据海关总署，12月份我国磷酸一铵出口量13.82万吨，同比13.04%，环比-32.48%，2024年全年累计出口量200.48万吨，同比-1.55%。12月份我国磷

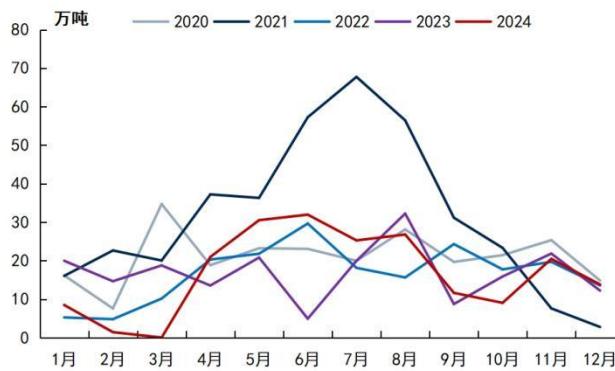
酸二铵出口量 21.30 万吨，同比-41.99%，环比-64.40%，2024 年全年累计出口量 456.22 万吨，同比-9.40%。为实现国内化肥“保供稳价”，我国自 2021 年 10 月起对主要化肥出口实施法定检验，受此影响 2022 年我国一铵、二铵出口数量同比分别减少-46.88%、-42.77%。总的来说，2024 年我国一铵、二铵出口量小幅下降，整体出口量与 2023 年相比变化不大。

图24: 磷酸一铵月度表观消费量



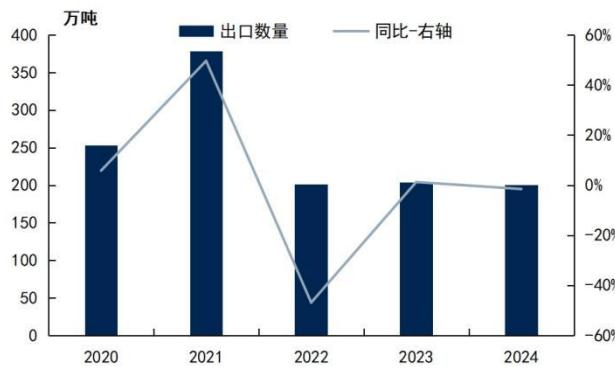
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图26: 磷酸一铵月度出口量



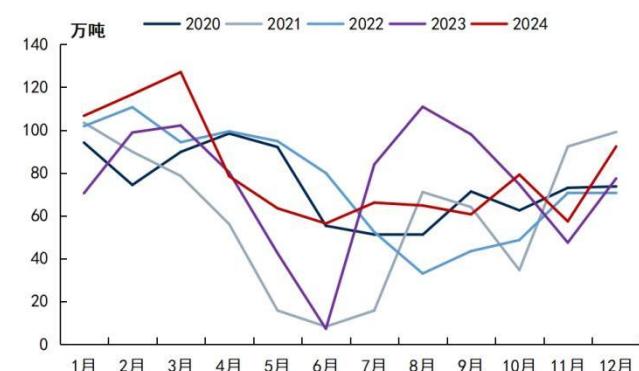
资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图28: 磷酸一铵年度累计出口量



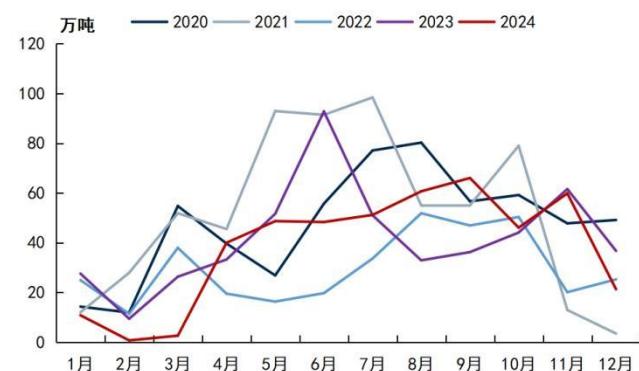
资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图25: 磷酸二铵月度表观消费量



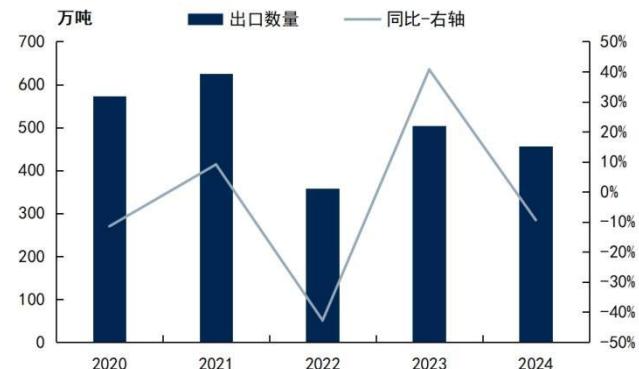
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

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

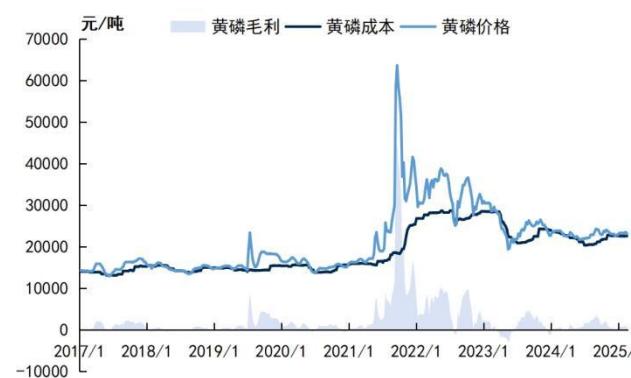
## 4、黄磷基本面数据跟踪

### 黄磷行业近况及价格走势

据百川盈孚，截至 2 月 28 日，云南黄磷市场价格 22650 元/吨，同比-2.79%，环比-1.95%。目前黄磷价格降至低位，部分企业成本承压。1 月 24 日参考黄磷行业参考毛利率为 2.46%，2024 年 11 月以来一直低于 5%。产量与开工率方面，2 月黄磷产量继续减少，据百川盈孚，2 月国内黄磷产量约 5.72 万吨，环比减少 7.9%，同比增加 9.65%。其中，和 1 月相比云南地区减少了 15.61%，贵州地区增加了 4.42%，四川地区减少了 6.6%。据百川盈孚不完全统计，全国黄磷企业装置开工率为 46.31%，环比减少 7.9%，春节假期结束后，下游复产节奏偏慢，致使黄磷市场交投恢复缓慢。库存方面，截至 2 月 28 日，国内黄磷工厂总库存 2.17 万吨，同比-28.38%，环比-27.55%，1-2 月份持续去库。

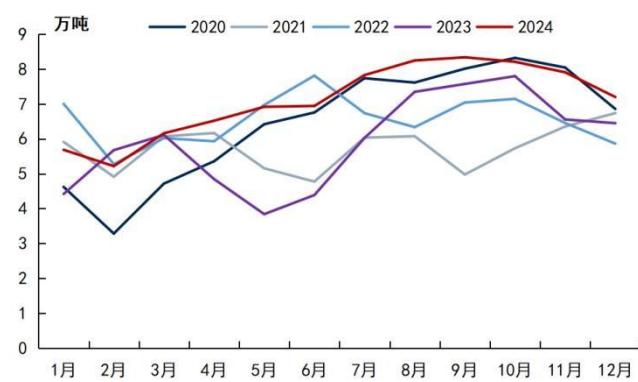
据百川盈孚，目前西南地区处于枯水期，多数企业在成本线附近运行，行业利润微薄，成本面在一定程度上对黄磷价格有支撑作用，同时当前下游行业原料库存低位，仍有补货刚需；加之部分停机企业陆续恢复开工，对黄磷消耗增加，对黄磷价格形成支撑作用；预计 2 月份国内黄磷市场价格维稳运行。

图30: 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31: 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32: 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33: 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

## 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 2025 年 2 月 27 日，国内磷酸氢钙市场均价 2892 元/吨，同比 +23.43%，环比 +7.35%；2 月第 3 周国内磷酸氢钙毛利润约为 230.83 元/吨，毛利率 8.09%，毛利润较上月下降 31.25 元/吨，较去年同期涨 99.40 元/吨。

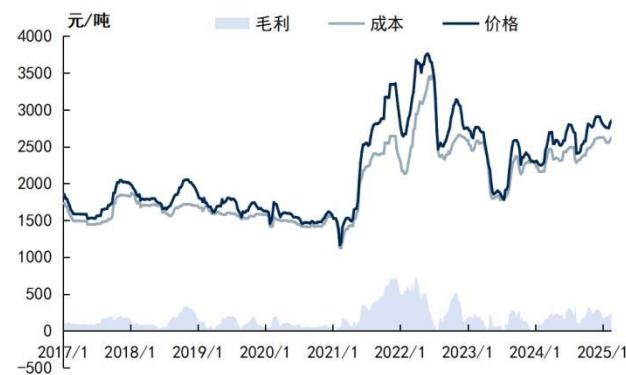
供给端，目前我国磷酸氢钙产能 495 万吨/年，暂无在建产能，2025 年 1 月我国磷酸氢钙产量 18.95 万吨，同比 -4.29%，环比 -21.69%，2024 年全年我国磷酸氢钙累计产量 220.32 万吨，同比 -13.56%；2025 年 1 月国内磷酸氢钙行业开工率 45.94%，同比 -2.06 pcts，环比 -12.73 pcts。

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，2024 年 12 月我国磷酸氢钙表观消费量 22.21 万吨，同比 +26.91%，环比 +8.74%；2024 年全年国内磷酸氢钙表观消费量 201.05 万吨，同比 -15.55%。出口方面，2024 年 12 月我国磷酸氢钙出口量 4.27 万吨，同比 -11.41%，环比 -13.82%，2024 年全年累计出口量 49.73 万吨，同比 +4.02%。

库存方面，2 月底国内磷酸氢钙工厂总库存 3.4 万吨，同比减少 1.95 万吨，环比提升 1.65 万吨，1-2 月工厂库存有所累库，但仍处于历史较低水平。

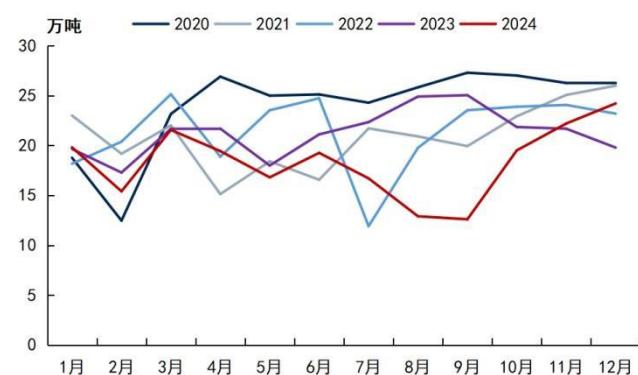
总的来说，2024 年国内磷酸氢钙产量及表观消费量双降，主要是因为磷矿石价格维持高位，外采磷矿石生产磷酸氢钙企业成本承压而降低产量，同时下游养殖业受肉类价格下降对磷酸氢钙的需求量也在下降，而拥有自有磷矿的磷酸氢钙企业保持了较高的开工率水平，利润率较为可观。

图34: 磷酸氢钙价格、成本、毛利

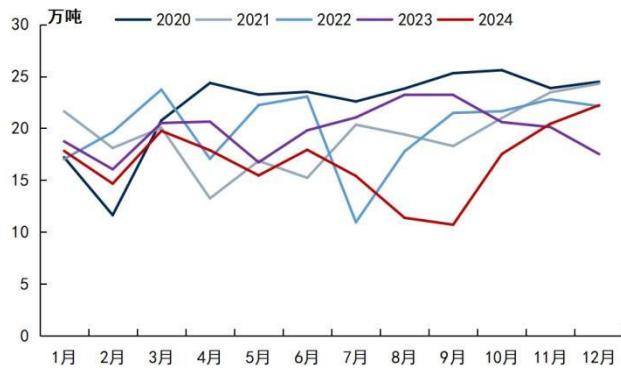


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

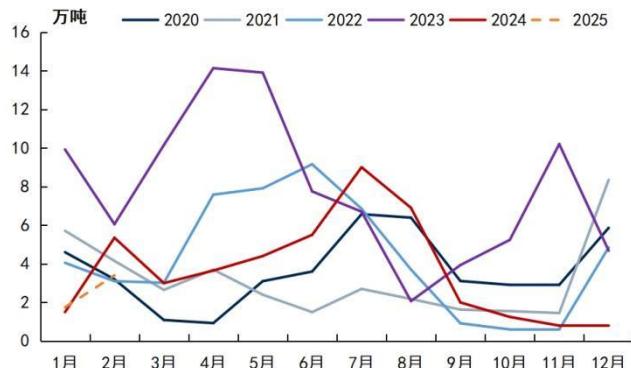
图35: 磷酸氢钙月度产量



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

**图36: 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37: 磷酸氢钙月末工厂总库存**


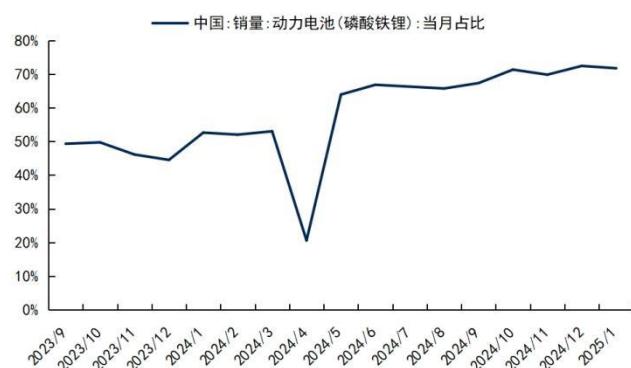
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

## 6、含磷新能源材料基本面数据跟踪

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12月，我国新能源汽车产量达164.7万辆，占汽车产量的47.08%，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12月国内动力电池销量中磷酸铁锂电池占比72.40%，三元锂电池占比27.20%，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。

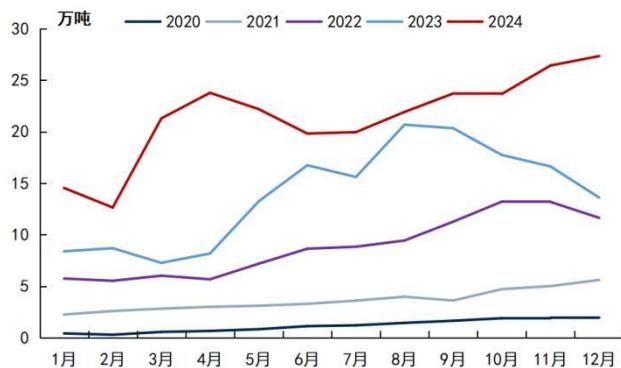
**图38: 中国新能源汽车产量及占比**


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

**图39: 中国磷酸铁锂动力电池销售占比**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**磷酸铁锂方面**，据百川盈孚，2025年1月我国磷酸铁锂产量24.7万吨，同比+69.92%，环比-9.65%；2024年全年我国磷酸铁锂累计产量257.27万吨，同比+53.97%。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12月，我国磷酸铁锂产能达563万吨/年，同比提升9.70%，1月行业开工率仅52.65%。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2025年2月第3周，磷酸铁锂市场价格约3.57万元/吨，单吨毛利润约-80.14元，2024年以来磷酸铁锂生产企业出现批量亏损情况。

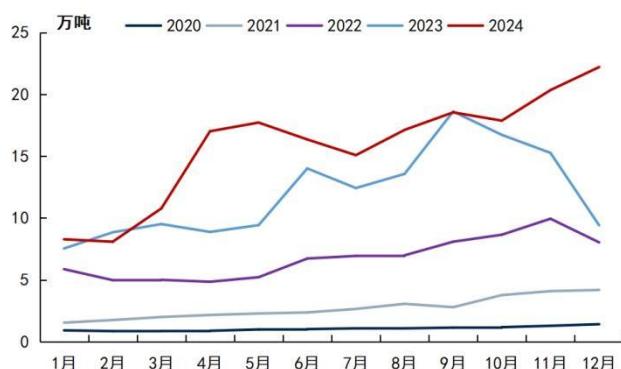
**图40: 磷酸铁锂月度产量**


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

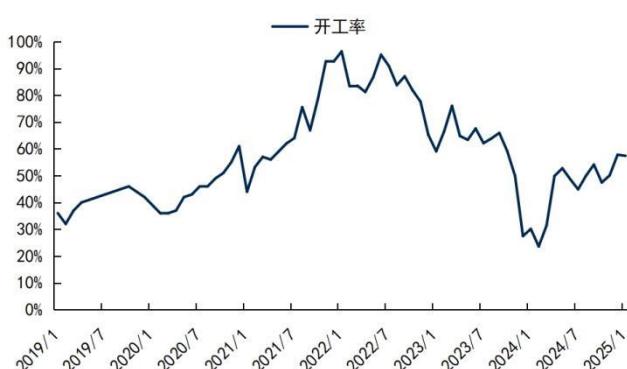
**图41: 磷酸铁锂价格、成本、毛利**


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

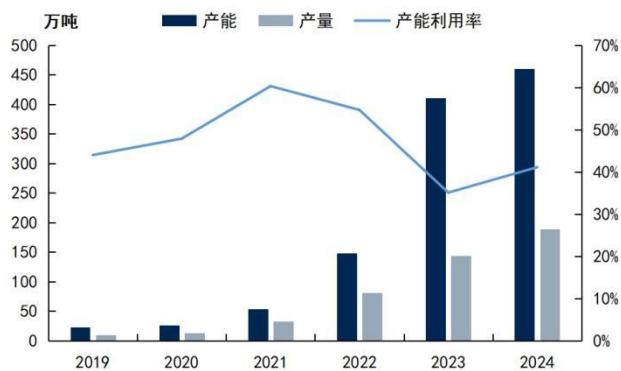
**磷酸铁方面**，磷酸铁工艺生产磷酸铁锂具有工艺简单、能耗较低、产品质量高等优点，已成为磷酸铁锂的主流生产工艺之一，单耗 0.95 吨磷酸铁。磷酸铁与磷酸铁锂行业的发展节奏相似，当前也面临着行业产能过剩、企业普遍亏损困境。据百川盈孚，2025 年 1 月，国内磷酸铁产量 22.04 万吨，同比+166.23%，环比-0.72%；2024 年全年国内磷酸铁累计产量 189.36 万吨，同比+31.33%。2025 年 1 月国内磷酸铁行业开工率 57.40%，同比+27.26 pcts，环比-0.41 pcts。截至 2025 年 1 月，国内磷酸铁行业产能达 460.8 万吨，同比增长 12.12%，2024 年以来行业新增产能投放节奏明显放缓，但目前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 19 个月，截至 2 月第 3 周，磷酸铁毛利润约为-2158.39 元/吨，毛利率-20.66%，亏损幅度较 1 月继续扩大。

**图42: 磷酸铁月度产量**


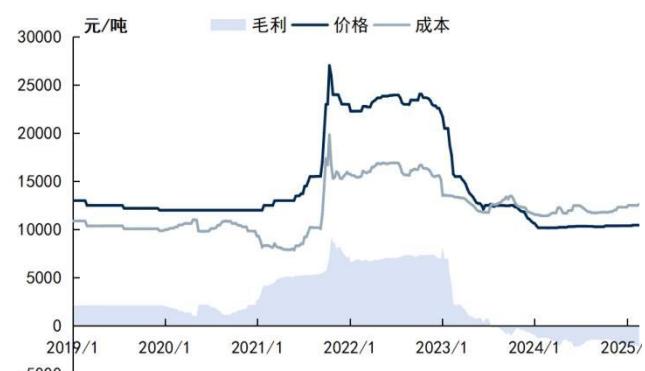
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

**图43: 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44: 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45: 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2月28日，华东地区草甘膦市场价格为2.31万元/吨，同比去年-9.41%，环比上月-2.12%。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年再次出现。

**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**

**行业开工率维稳，2024年10月以来持续累库。**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，2025年1月份行业开工率约71.19%，同比-1.03 pcts，环比-2.74 pcts。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2025年2月第3周，国内草甘膦工厂库存约8.51万吨，自2024年10月以来持续累库。

**图46: 草甘膦行业月度开工率情况**

**图47: 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

资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

### 出口：北美、欧洲需求回落，南美需求尚未启动

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。由于南北半球春耕开始时间存在差异，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。北美需求回落后南美需求提升，6-8月是我国除草剂出口到南美的季节性旺季。

**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。

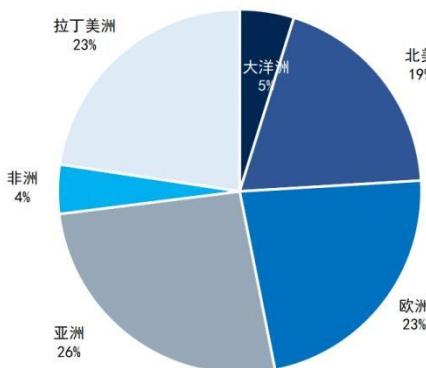
2024年，我国其他非卤化有机磷衍生物累计出口数量60.19万吨，同比增长30.43%，出口数据大幅改善。从出口区域看，2024年，亚洲、拉丁美洲、欧洲、北美出口数量占比分别为26%、23%、23%、19%。北美自2023年10月起加大从我国的进口草甘膦，2024年北美从我国进口其他非卤化有机磷衍生物合计11.57万吨，同比+69.44%，3月份北美、欧洲需求回落，南美需求尚未启动，处于草甘膦需求淡季。

图48：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49：2024年中国“其他非卤化有机磷衍生物”出口区域



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

**图50: 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51: 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：有机硅价格上涨，甘氨酸法草甘膦成本压力有所缓解

2024年以来草甘膦生产成本小幅上涨。据百川盈孚，受益于甘氨酸、黄磷等原材料价格下降，2月份草甘膦生产成本有所降低，2月21日国内草甘膦行业平均成本约23142.7元/吨，同比去年-3.18%，环比上月-2.07%。此外，春节复工以来甘氨酸法联产的有机硅价格持续上涨，据百川盈孚，2月28日华东地区有机硅DMC市场价格约1.4万元/吨，较2月11日价格上涨1200元/吨，涨幅8.57%，单吨亏损幅度收窄至500元以内，具备一氯甲烷/工业硅配套的有机硅企业已实现小幅盈利。总的来说，考虑草甘膦价格下跌及有机硅价格上涨，当前甘氨酸法草甘膦相比IDAN法草甘膦在成本上的优势有所扩大。

**图52: 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53: 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2月28日，华东地区草铵膦价格4.55万元/吨，同比去年-22.22%，环比上月-0.87%；2月第3周草铵膦毛利润-10851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。

**2月其他含磷农药价格：毒死蜱价格上涨，敌敌畏价格下降。**乙酰甲胺磷 3.70 万元/吨，同比去年-22.92%，环比上月持平；三唑磷 5.00 万元/吨，同环比均持平；毒死蜱 3.95 万元/吨，同比去年+11.27%，环比上月+5.33%；马拉硫磷 3.05 万元/吨，同比去年-10.29%，环比上月持平；辛硫磷折百 3.05 万元/吨，同比去年-30.68%，环比上月持平；敌百虫 1.90 万元/吨，同比去年-2.56%，环比上月持平；丙溴磷折百 4.6 万元/吨，同比去年-20.69%，环比上月持平；敌敌畏 2.25 万元/吨，同比去年-10.00%，环比-2.17%。

图54: 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55: 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、2月磷化工行业公司重点公告

**【湖北宜化：关于“质量回报双提升”行动方案的公告】**湖北宜化结合发展战略与经营情况，制定“质量回报双提升”行动方案，着力树牢以投资者为本的理念，促进公司高质量发展，维护公司及全体股东利益。具体举措如下：一、聚焦主营业务，提升核心竞争力；二、持续改革创新，赋能高质量发展；三、持续优化公司治理，提升规范运作水平；四、加强投资者沟通，提升公司透明度；五、牢固树立股东回报意识，丰富市值管理形式。

**关于对全资子公司增资的公告：**湖北宜化为推进磷化工产业转型升级，满足全资子公司湖北宜化磷化工有限公司项目建设资金需要并优化其资本结构，拟以自有资金对磷化工公司增资 20000 万元。2025 年 2 月 21 日，磷化工公司工商变更登记工作办理完毕，并取得由宜昌市市场监督管理局换发的《营业执照》，磷化工公司注册资本由 66000 万元变更为 86000 万元，其他工商登记事项不变。磷化工公司主要投资建设 20 万吨/年精制磷酸、65 万吨/年磷铵搬迁及配套装置升级改造项目，项目处于工程建设阶段。

**【川发龙蟒：关于竞得四川发展天盛矿业有限公司 10%股权暨关联交易的公告】**为进一步巩固公司“矿化一体”发展优势，夯实“硫-磷-钛-铁-锂-钙”多资源循环产业布局，提升公司整体竞争力，根据西南联合产权交易所出具的《关于成交相关事项的告知函》，公司通过公开摘牌的方式，以交易标的挂牌底价人民币 26326.60 万元竞得控股股东四川省先进材料产业投资集团有限公司全资子公司四川发展天盛矿业有限公司 10% 股权。天盛矿业小沟磷矿采选工程项目已取得环评、能评、稳评、安评、开工批复等。小沟磷矿采矿权生产规模为 550 万吨/年，有效期为 2023 年 1 月 17 日至 2053 年 1 月 17 日，预计 2028 年投产。目前该矿权已质押用于天盛矿业项目贷款。2024 年 3 月，天盛矿业小沟磷矿采选工程正式

开工建设。

**关于全资子公司收购天宝动物营养科技股份有限公司 60%股份的公告：**为进一步提升公司在磷酸钙盐饲料添加剂行业的市场竞争力，公司全资子公司南漳龙蟒拟通过股权收购方式控股行业头部企业天宝公司。本次拟以 4.32 亿元收购天宝公司 60%股份。交易完成后，公司将间接持有天宝公司 60%股份，天宝公司将纳入公司的合并报表范围。标的天宝公司深耕磷酸钙盐饲料添加剂领域多年，产业基础扎实，主要产品饲料级磷酸氢钙产销量位居行业前列，经营管理、成本控制水平较好，产能稳定、客户稳定，销售区域与南漳龙蟒可形成良好互补。本次收购有利于提升公司在饲料级磷酸氢钙行业的市场竞争力和抗风险能力，进而增强公司的整体竞争力。

## 9、国信化工观点及盈利预测

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: 主要磷化工上市公司估值表

股票代码	股票简称	主营产品	收盘价 (2025/2/28)	EPS		PE		PB (2024E)	总市值 (亿元)		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E			
600096.SH	云天化	磷肥、尿素	20.90	2.47	2.86	2.98	6.3	7.8	7.5	1.91	383
600141.SH	兴发集团	磷肥、草甘膦	21.22	1.24	1.62	2.01	14.7	13.2	10.7	1.12	234
000422.SZ	湖北宜化	磷肥、尿素、氯碱	12.15	0.43	0.93	1.05	24.4	12.9	11.4	1.76	132
002539.SZ	云图控股	磷肥、复合肥	7.74	0.74	0.74	0.90	11.2	10.5	8.6	1.08	93

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 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提供。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