

复合肥主业经营稳健，优质磷矿产能释放助力业绩高增

—— 芭田股份首次覆盖报告

2025 年 4 月 27 日

核心观点

- 专业复合肥厂商，依托优质磷资源夯实竞争优势：**芭田股份深耕复合肥领域三十余年，并依托贵州优质磷矿资源，积极完善磷化工产业链一体化布局。公司现已形成复合肥及磷化工协同发展的产业格局，主要产品包括新型复合肥、硝酸磷肥、硝酸、磷矿石等。2025 年一季度，公司磷矿石和复合肥销售均有向好，营收及盈利能力同比显著增强。25Q1 公司实现营业收入 11.12 亿元，同比增长 69.37%；实现归母净利润 1.71 亿元，同比增长 223.51%。此外，公司高度重视投资者回报，积极优化分红结构并合理提高分红比例。2024 年度公司股利支付率为 65.94%，同比增长 14.42 个百分点。
- 复合肥行业加速洗牌，公司核心竞争力坚实：**供给端，行业落后产能持续清退，市场份额趋于集中；需求端，农产品消费升级带动新型肥料渗透率提升，复合肥行业转型升级过程中有望呈现“强者恒强”局面。公司是全国性专业复合肥主要生产厂商之一，现有复合肥产能 191 万吨/年，产能规模位居国内市场前列。基于良好的品牌效应和完善的销售渠道，近年来公司复合肥产品产销量保持稳健，产能利用率显著高于行业平均水平。公司创新研发水平领先、科研成果丰厚，多年来产品定位走在行业前端，产品结构优于同行业平均水平，目前公司已开发出多种新型复合肥，新型复合肥销量占比达 60%以上。公司新型复合肥在研项目储备丰富，未来随创新成果持续转化，公司复合肥主业盈利能力有望逐步增强，公司在复合肥领域的领先地位也将进一步夯实。
- 磷矿石高景气延续，公司产能加速释放：**供需紧平衡下，磷矿石高景气延续，磷资源储备丰富、产业链一体化布局完善的磷化工企业的竞争优势愈发突出。公司小高寨磷矿已探明储量超 6300 万吨，五氧化二磷的平均含量为 26.74%，品位属中高位水平。公司 2022 年起新增磷矿石业务，随磷矿石及磷精矿产能释放，近年公司业绩明显改善。2024 年，公司合计销售磷矿石及磷精矿 99.82 万吨，同比增长 19.25%；磷矿板块实现销售收入 7.06 亿元，同比增长 81.62%；实现毛利 5.90 亿元，毛利贡献率高达 64.43%。公司现拟启动小高寨磷矿二期建设项目，规划磷矿石产能 90 万吨/年，预计 2025 年公司磷矿产能将提升至 290 万吨/年。磷矿产能持续扩张，一方面有助于进一步增强公司营收和盈利能力，另一方面将为公司完善磷化工产业链一体化布局提供有力保障。
- 投资建议：**我们预计，2025-2027 年公司营收分别为 49.4、54.0、59.3 亿元，同比分别变化 49.1%、9.2%、9.8%；归母净利润分别为 11.6、14.1、16.5 亿元，同比分别变化 182.8%、21.7%、16.8%；每股收益分别为 1.2、1.5、1.7 元，对应 PE 分别为 8.3x、6.8x、5.8x。我们看好公司磷矿产能持续释放所带来的成长性，以及公司在新型复合肥领域的竞争优势。首次覆盖，给予芭田股份“推荐”评级。
- 风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，复合肥行业竞争加剧的风险，农产品行业波动的风险，磷矿石项目进展不及预期的风险，新能源材料产能释放进度不及预期的风险等。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3313.11	4941.22	5395.38	5926.05
增长率%	2.15	49.14	9.19	9.84
归母净利润(百万元)	409.14	1156.97	1408.35	1645.34
增长率%	57.67	182.78	21.73	16.83
摊薄 EPS(元)	0.42	1.20	1.46	1.71
PE	23.50	8.31	6.83	5.84

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

芭田股份 (002170.SZ)

推荐 首次评级

分析师

孙思源

✉: sunsiyuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070004

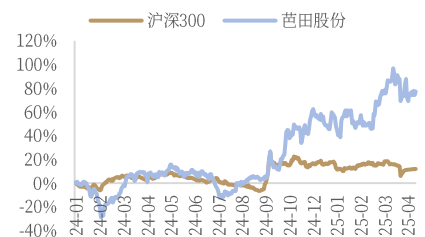
市场数据

2025-04-25

股票代码	002170.SZ
A 股收盘价(元)	9.98
上证指数	3295.06
总股本	96358
实际流通 A 股(万股)	71270
流通 A 股市值(亿元)	71

相对沪深 300 表现图

2025-04-25



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

目录

Catalog

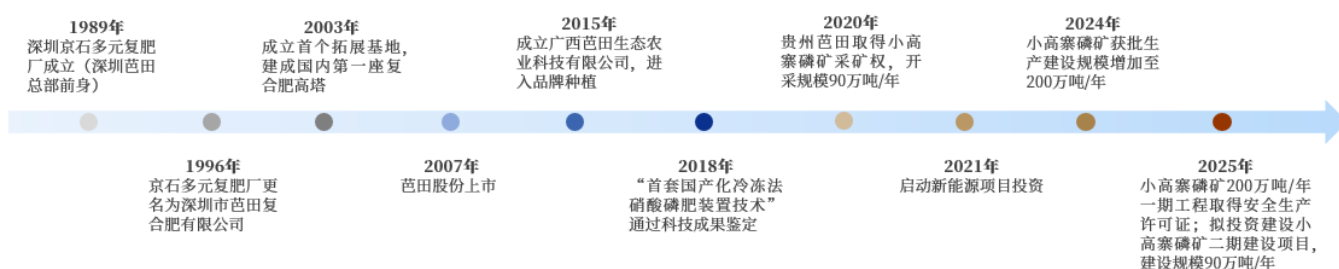
一、专业复合肥厂商，依托优质磷资源夯实竞争优势.....	3
（一）国内老牌复合肥生产企业，股权结构清晰稳定.....	3
（二）复合肥主业稳健，磷矿产能释放驱动业绩增长.....	4
二、复合肥行业加速洗牌，公司核心竞争力坚实.....	6
（一）复合肥行业加速洗牌，龙头企业强者恒强.....	6
（二）国内首家复合肥上市公司，行业领先地位稳固.....	9
三、磷矿石高景气延续，公司产能加速释放.....	10
（一）磷矿石供应阶段性偏紧，行业高景气延续.....	10
（二）小高寨磷矿项目顺利投产，公司业绩迎来高速增长.....	13
四、盈利预测与投资建议	15
（一）盈利预测.....	15
（二）相对估值.....	15
（三）绝对估值.....	16
五、风险提示	18

一、专业复合肥厂商，依托优质磷资源夯实竞争优势

（一）国内老牌复合肥生产企业，股权结构清晰稳定

深耕复合肥领域三十余年，磷化工产业链一体化布局不断完善。芭田股份前身为深圳京石多元复合肥厂，成立于1989年，并于1996年更名为深圳市芭田复合肥料有限公司。2007年，芭田股份在深交所上市。公司成立初期主要从事复合肥的研发生产、销售业务，后逐步向上游磷矿和磷化工产业链拓展。2020年，公司全资子公司贵州芭田取得贵州省瓮安县小高寨磷矿采矿许可证。依托优质的磷矿资源，公司近年来积极完善磷化工产业链一体化布局。目前公司已形成复合肥及磷化工协同发展的产业格局，主要产品包括新型复合肥、硝酸磷肥、磷酸、磷矿石等。

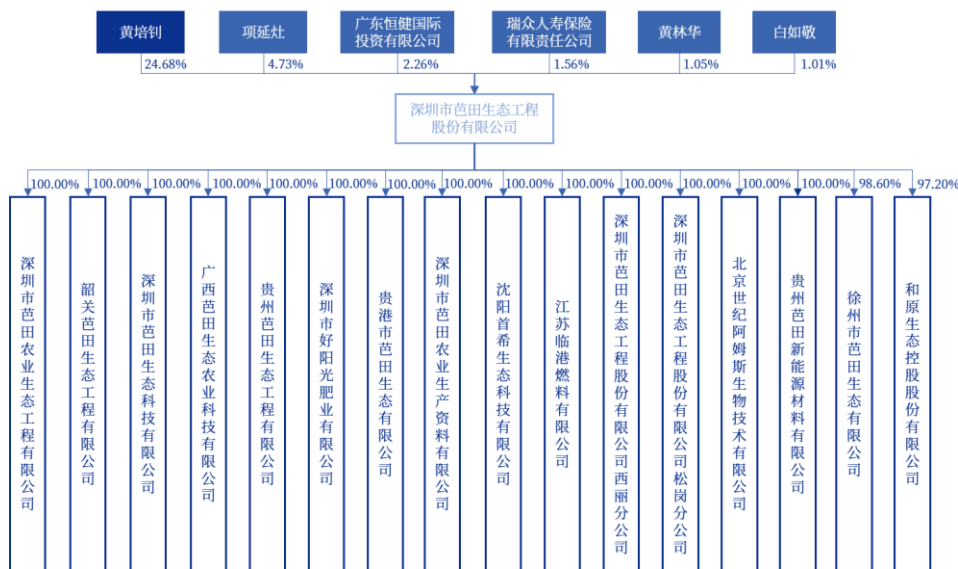
图1：芭田股份发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

公司股权结构清晰稳定。公司控股股东和实际控制人为黄培钊，任公司董事长兼总裁。截至2025年3月31日，黄培钊持有公司股份比例为24.68%。公司旗下现有贵港芭田、贵州芭田、徐州芭田、韶关芭田、和原生态、阿姆斯、好阳光、芭田农资以及芭田新能源等控股或参股公司二十余家，营销服务网络覆盖全国，且公司是我国首家提供农化服务的农资企业，产品体系完善、综合服务能力强大。目前公司已在技术、产品、品牌、农业信息化以及产业链布局等多方面形成核心竞争力。

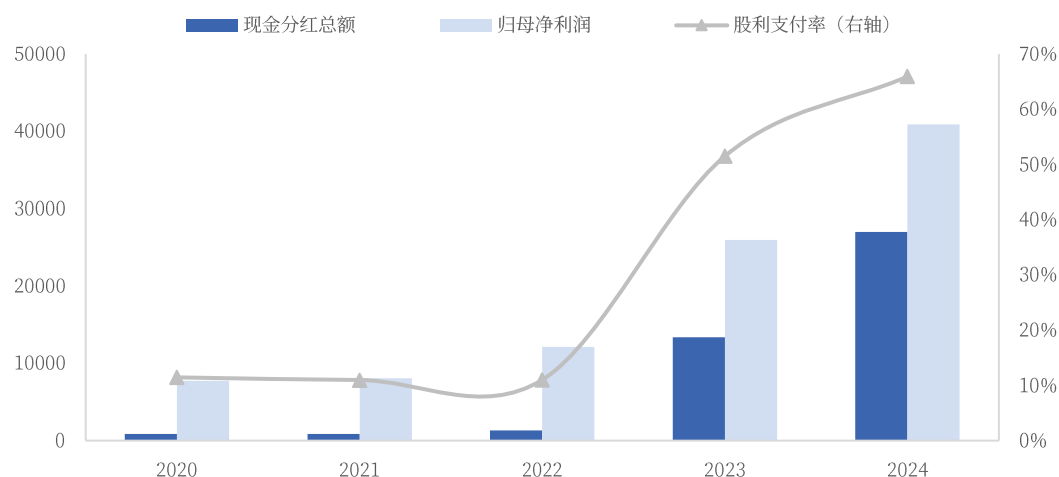
图2：芭田股份股权结构（截至2025年一季度末）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

公司高度重视投资者回报。公司充分保护股东合法权益，积极优化分红结构并合理提高分红比例。根据公司发布的《关于未来三年（2024-2026 年）现金分红规划》，公司将在当年盈利且累计可供分配利润为正数的情况下，每年度至少进行一次现金分红。公司 2024-2026 年度以现金方式累计分配的利润原则上不少于此三年度累计实现可供分配利润总额的 60%。2024 年度公司拟现金分红总额为 26980.18 万元，股利支付率为 65.94%，同比增长 14.42 个百分点。

图3：2020-2024 年公司现金分红总额（万元）及股利支付率

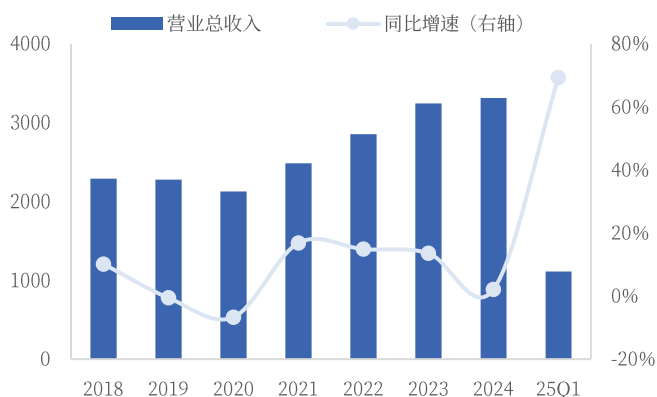


资料来源：iFind，中国银河证券研究院

（二）复合肥主业稳健，磷矿产能释放驱动业绩增长

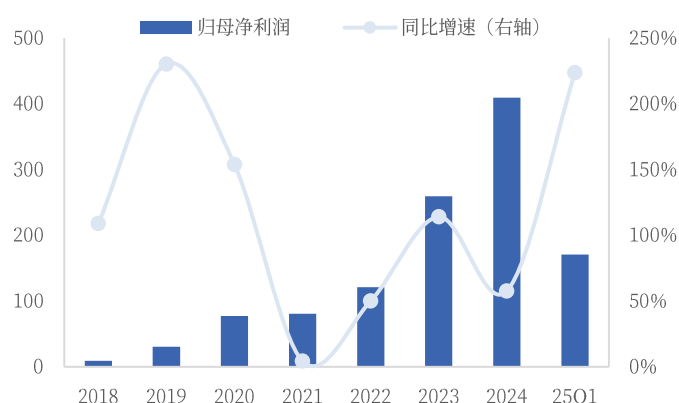
磷矿产能释放，公司盈利能力显著增强。近年公司复合肥主业经营稳健，营业收入整体呈现震荡上行态势。2022 年以来，公司磷矿石产能陆续释放，为公司带来全新业绩增长点。2024 年公司实现营业收入 33.13 亿元，同比增长 2.15%；实现归母净利润 4.09 亿元，同比增长 57.67%；销售毛利率、销售净利率分别为 27.66%、12.38%，同比分别增长 4.68、4.37 个百分点。公司盈利能力同比显著增强，主要系毛利率较高的磷矿石产销量提升所致。2025 年一季度，公司磷矿石和复合肥销售均有向好，公司营收及盈利能力同比显著增强。25Q1 公司实现营业收入 11.12 亿元，同比增长 69.37%；实现归母净利润 1.71 亿元，同比增长 223.51%；销售毛利率、销售净利率分别为 31.17%、15.37%，同比分别增长 4.78、7.31 个百分点。

图4：2018-2025Q1 公司营业收入（百万元）及同比增速



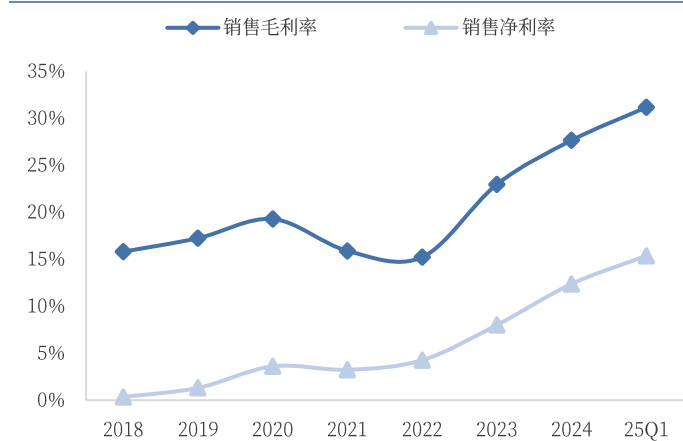
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图5：2018-2025Q1 公司归母净利润（百万元）及同比增速



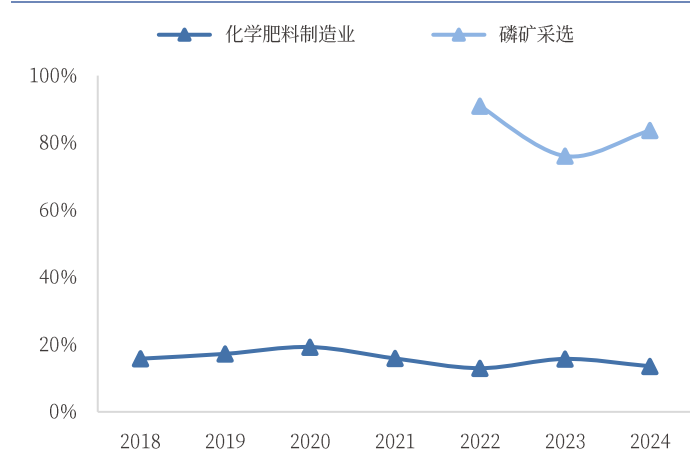
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图6：2018-2025Q1 公司销售毛利率及净利率



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

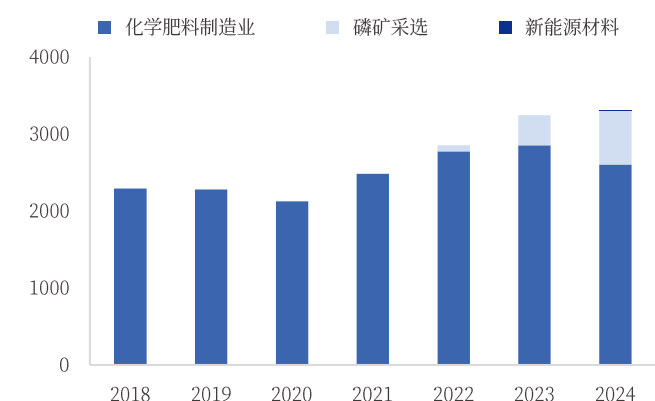
图7：2018-2024 年公司主营业务毛利率



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

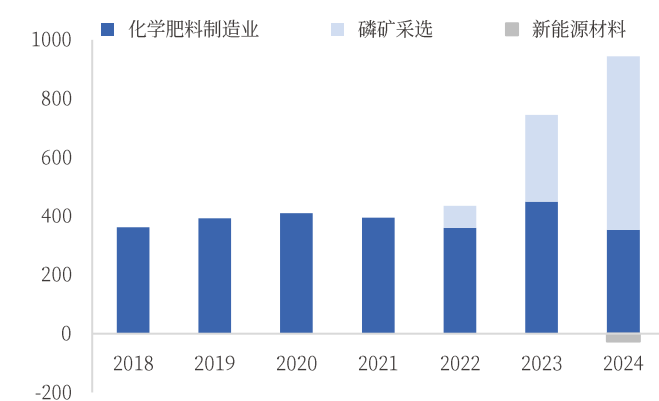
分板块来看，2024 年公司化肥总销量为 76.63 万吨，同比下滑 14.67%；化学肥料制造业板块实现营业收入 26.02 亿元，同比下滑 8.86%；实现毛利 3.53 亿元，毛利贡献率为 38.54%；板块毛利率为 13.57%，同比下滑 2.17 个百分点。磷矿石、磷精矿销量分别为 73.10、26.72 万吨，分别同比下滑 5.81%、增长 338.03%；磷矿采选板块实现营业收入 7.06 亿元，同比增长 81.62%；实现毛利 5.90 亿元，毛利贡献率为 64.43%；板块毛利率为 83.67%，同比增长 7.59 个百分点。

图8：2018-2024 年公司营业收入结构（百万元）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

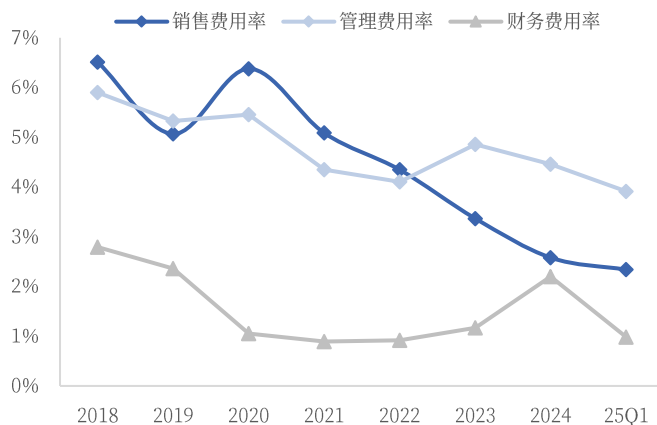
图9：2018-2024 年公司毛利结构（百万元）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

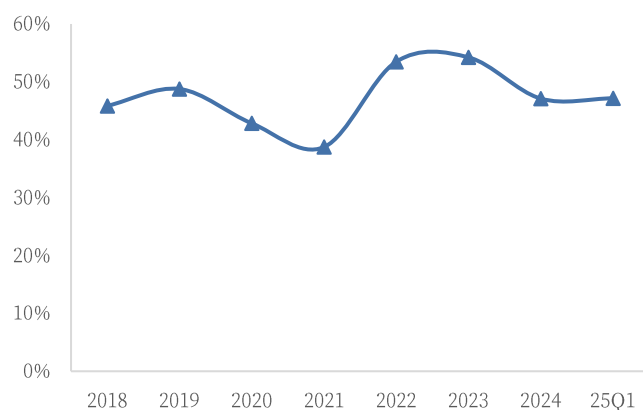
公司费用管控能力良好，资本结构健康。公司费用管控能力良好，叠加业绩稳步向好，近年来公司三费率水平稳步下行。2024 年公司三费率合计为 9.24%，同比下滑 0.15 个百分点。其中，销售费用率、管理费用率分别同比下滑 0.79、0.40 个百分点；财务费用率同比增长 1.03 个百分点，主要系公司融资方式变化致利息支出增加。25Q1 公司三费率进一步下滑至 7.23%，同比下滑 5.12 个百分点。其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比下滑 1.78、1.59、1.75 个百分点。资本结构方面，截至 2025 年一季度末，公司资产负债率为 47.16%，同比下滑 9.44 个百分点，公司资本结构维持在合理健康水平。

图10: 2018-2025Q1 公司费用率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图11: 2018-2025Q1 公司资产负债率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

二、复合肥行业加速洗牌，公司核心竞争力坚实

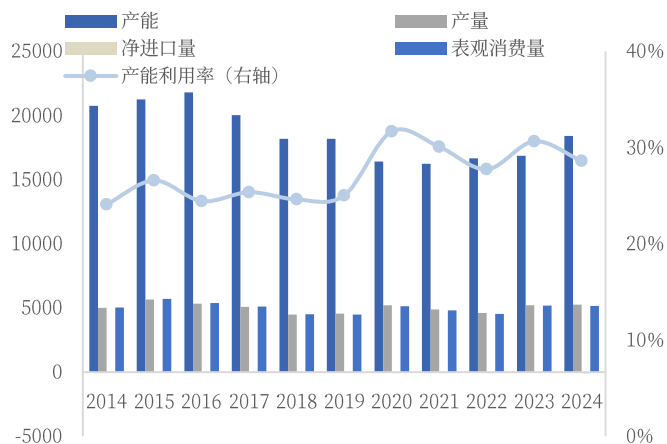
(一) 复合肥行业加速洗牌，龙头企业强者恒强

1. 供给端：复合肥产能扩张进入尾声，行业集中度有望逐步提升

我国复合肥行业产能长期过剩，供给侧改革有成效却难以根本性改善行业困境。我国复合肥工业由上世纪 80 年代初起步，经过 20 余年的发展，逐步由依靠进口转为自给自足，现已发展成为全球复合肥生产大国。由于复合肥行业资金和技术门槛相对较低，早期市场参与者众多，致使如今我国复合肥行业面临企业众多、产能过剩、产品同质化严重、行业集中度偏低等问题。2016 年以来，农业供给侧改革启动，同时随行业监管政策不断完善、“减肥增效”政策持续实施等因素影响，复合肥行业落后产能开始陆续清退。到 2021 年，我国复合肥行业产能回落已至 1.62 亿吨/年，较 2016 年高点下滑 25.46%；年度产能利用率为 30.09%，较 2016 年前后提升约 5 个百分点，但仍处于偏低水平。由此可见，供给侧改革虽对复合肥行业供需结构起到一定改善作用，但未能根本性扭转行业产能过剩的局面。

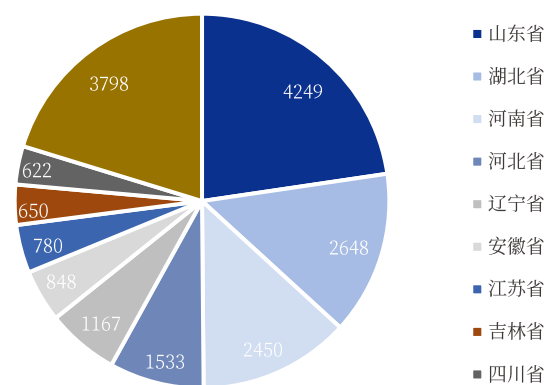
产能扩张进入尾声，供需格局仍有改善空间。现阶段，复合肥行业资本开支高峰期已过，但近年来仍有少量复合肥产能陆续投产，行业产能利用率随之小幅下滑。截至 2024 年末，我国复合肥产能为 1.84 亿吨；2024 年复合肥行业产能利用率为 28.61%，同比下滑 2.05 个百分点。分区域来看，我国复合肥产能主要集中在山东、湖北、河南、河北以及辽宁等省份。生产企业方面，我国超亿吨复合肥产能分散在近千家企业，且多为产能仅几万吨的小型企业，仅少数企业产能规模达到百万吨及以上，行业产能呈现显著长尾分布，且产能规模不同的企业之间效益分化较大。目前我国仍有少量复合肥产能在建，一方面，考虑到在建产能与我国现有产能基数相比较小；另一方面，随行业安全生产及环保等监管政策趋严、“两重两新”等政策持续实施，复合肥行业落后产能仍在持续清退。我们认为，未来在建复合肥产能陆续释放对行业供需格局影响有限，从中长期维度来看，随落后中小复合肥企业持续退出，复合肥行业份额有望逐步向大型企业集中。需求稳健预期下，复合肥行业产能利用率仍有一定提升空间。

图12: 我国复合肥供需结构 (万吨, 万吨/年)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图13: 我国复合肥产能分布 (万吨/年)



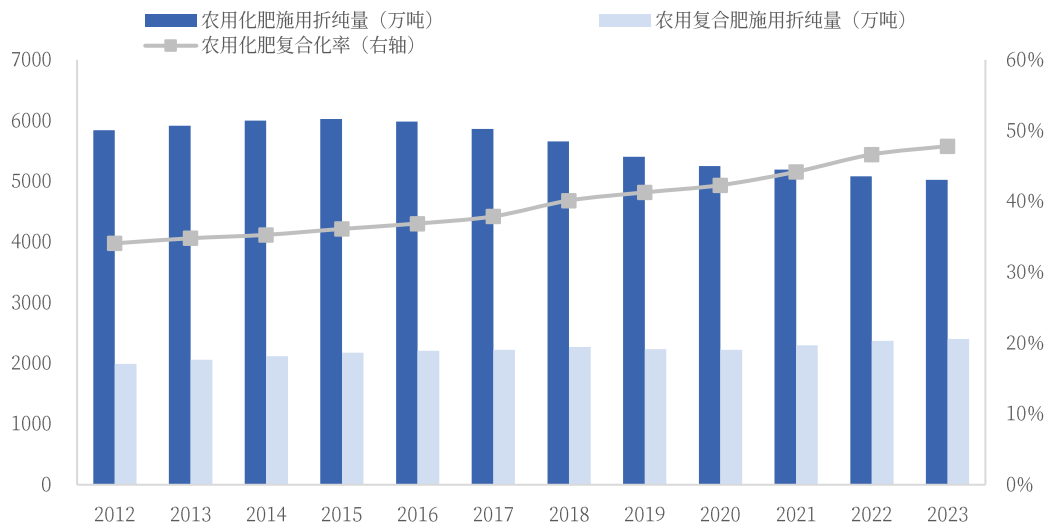
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

2.需求端：我国化肥复合化率仍具备增长潜力，新型复合肥有望加速渗透

化肥是“粮食的粮食”，下游需求刚性且稳健。作为重要的农资产品，化肥的作用主要在于帮助农作物稳产、高产。据联合国粮农组织统计，化肥在粮食生产中的平均增产效果为 50%。我国土壤肥力监测结果表明，近年来肥料对我国农产品产量的平均贡献率接近 58%。化肥因而也有“粮食的粮食”之称，下游对于化肥的需求偏刚性。但过度施用化肥、营养元素使用比例不平衡等问题，同时也会导致土壤酸碱失衡、降低土壤肥力，进而将对农产品的产量和品质造成一定负面影响。过去在化肥行业管理制度不健全、行业产能快速扩张并逐步转为供应过剩的行业背景下，我国存在化肥过量施用、盲目施用、肥料利用率偏低等问题，造成成本增加和环境污染的同时，也导致我国面临较大粮食增产压力。为保障主要农产品有效供给，促进农业可持续发展，我国自 2015 年起持续深入实施化肥使用量零增长行动。根据农业农村部发布的《到 2025 年化肥减量化行动方案》，“十四五”期间我国将持续推进科学施肥、促进化肥减量增效。政策引导下，近十年间我国化肥施用量整体呈现震荡下降趋势。据国家统计局数据显示，2023 年我国化肥施用量为 5021.74 万吨，同比下滑 1.13%，较 2015 年高点下滑 16.62%。从同比降幅走势来看，我国化肥减量增效已取得阶段性进展，化肥需求规模逐步企稳。在 2024 年末农业农村部印发的《关于加快农业发展全面绿色转型促进乡村生态振兴的指导意见》中，对于化肥施用情况的表述已从“减量增效”变更为“控量增效”。中长期来看，在粮食安全保供、加快农业发展和乡村振兴的政策背景下，我国化肥需求量有望整体保持稳健。

终端对复合肥认可度提升，化肥复合化率稳步上行。相比于单质化肥，复合肥的养分丰富、含量较高，并且养分可以均衡释放，供肥时间长且肥效平稳。此外，复合肥还具有施用方便、对土壤的不良影响小、经济效益高等特点。近十余年来，随着国家农业现代化进程推进，以及科学施肥、减量增效等理念推广，终端农户对复合肥的认可度得到明显提升，在化肥施用量整体缩减的趋势下，复合肥施用量及化肥复合化率稳步上行。根据国家统计局数据显示，2023 年我国农用复合肥施用折纯量为 2400.97 万吨，同比增长 1.36%，2012-2023 年 CAGR 为 1.72%；农用化肥复合化率为 47.81%，同比增长 1.18 个百分点。预计未来在科学施肥增效行动持续实施下，我国化肥复合化率及复合肥施用量仍具备一定增长潜力。

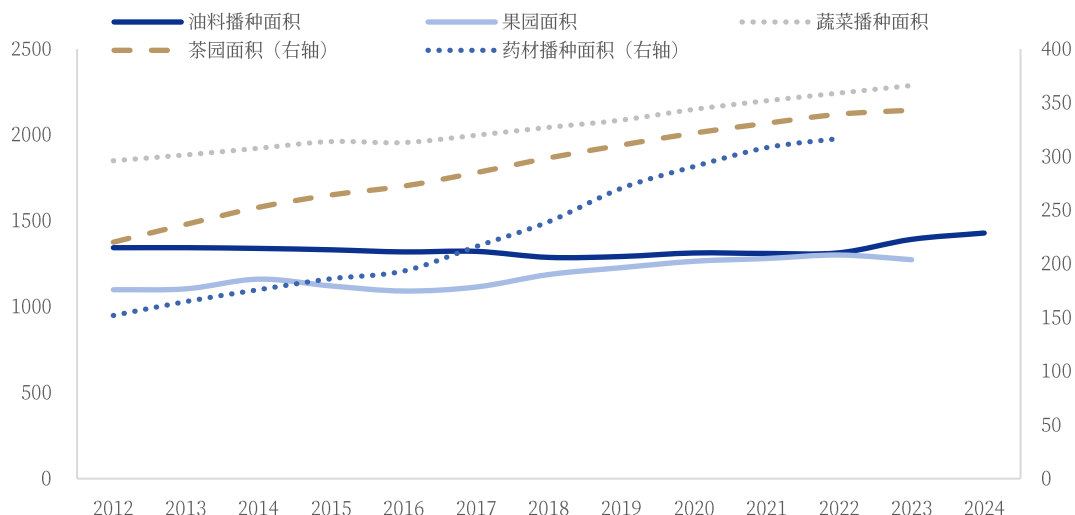
图14：农化化肥/复合肥施用量及复合化率



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

农产品消费升级，驱动新型复合肥加速渗透。相比于大田作物，经济作物对肥料的品质和效率要求更高，且施用量更大。此外，由于经济作物附加值较高，因此农户对较高价格的肥料的接受度更高，对相关配套服务需求也更高。近年来，随我国居民对高品质、多元化、绿色健康的农产品需求增长，我国经济作物种植面积持续上行，并带动我国对于高效化、精准化、功能化的新型复合肥的需求快速增长。2025年4月，中共中央、国务院印发《加快建设农业强国规划（2024—2035年）》，提出要因地制宜发展薯类杂粮；挖掘油菜、花生等油料作物生产潜力；积极培育和推广糖料蔗良种；推进天然橡胶老旧胶园更新改造，加快建设特种胶园等。中长期来看，在政策鼓励、经济社会持续发展、居民生活水平和膳食结构不断改善趋势下，我国农产品种植结构有望持续优化，并有望带动化肥生产企业加速推进在新型复合肥领域的技术研发及配套服务布局。

图15：部分经济作物种植面积（万公顷）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

终端产业发展与行业政策共同引导复合肥产业转型升级。结合供需两端来看，尽管未来我国复合肥行业格局存在逐步改善预期，但行业供过于求、传统产品同质化严重且盈利空间受限等问题仍

将存在。为摆脱行业发展瓶颈，并及时满足终端农产品种植结构优化所带来的对化肥产品品质的更高诉求，我国复合肥行业亟需顺应国家供给侧改革趋势，加速推动行业结构性调整，在持续淘汰落后产能的同时，加大研发投入和产品创新力度。结合相关产业政策内容来看，未来以缓控释肥、水溶肥、液体肥、有机肥等为代表的高效、环保的新型肥料有望成为复合肥行业的全新增长点。且新型肥料相较于传统产品的附加值更高、利润空间更大，在为企业贡献更丰厚的利润的同时，也有助于分散企业单一产品结构所带来的经营风险。我们认为，创新研发实力突出、产品结构布局完善，且具有规模优势和品牌影响力的复合肥企业有望走在行业转型升级的前列，且随新型复合肥占比提升，企业营收及盈利能力将随之增强，市场竞争力和影响力也有望进一步提升，加之行业落后产能持续清退，市场份额趋于集中，复合肥行业有望呈现“强者恒强”局面。

表1：鼓励化肥行业转型升级的相关政策文件

政策文件	发文机关及时间	相关内容
《关于加快农业发展全面绿色转型促进乡村生态振兴的指导意见》	农业农村部 2024.12	推进化肥控量增效。实施科学施肥增效行动，持续推进测土配方施肥，探索主要农作物氮肥施用定额管理，分区分类制定施肥指导意见，推广侧深施肥、种肥同播、无人机追肥等高效施肥模式和装备。到2030年，全国三大粮食作物化肥利用率达到43%以上。
《关于做好2024年春耕及全年化肥保供稳价工作的通知》	发改委 2024.02	积极推动相关化肥生产企业加快工艺改造，提升环保绩效等级，稳定生产经营。加大符合科学施肥要求的新技术、新产品、新机具集成推广力度；积极发展统测统配、智能配肥、代施代管等农化服务；鼓励因地制宜施用有机肥提高肥效。
《产业结构调整目录（2024年本）》	发改委 2023.12	鼓励符合绿色低碳循环要求的肥料等优质安全环保农业投入品开发；鼓励新型肥料生产；鼓励开发与应用水肥一体化技术。
《到2025年化肥减量化行动方案》	农业农村部 2022.12	大力推广功能性、增效肥料；研发先进适用的施肥设备，配套缓控释肥料和专用肥料；推进增施有机肥等。
《“十四五”推进农业农村现代化规划》	国务院 2022.02	持续优化肥料投入品结构，增加有机肥使用，推广肥料高效施用技术。到2025年，主要农作物化肥、农药利用率均达到43%以上。
《产业结构调整目录（2019年本）》	发改委 2019.11	鼓励生产优质钾肥及各种专用肥、水溶肥、液体肥、中微量元素肥、硝基肥、缓控释肥；鼓励开发与应用水肥一体化技术。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

（二）国内首家复合肥上市公司，行业领先地位稳固

国内复合肥领军企业，产品结构不断优化。公司是国内首家复合肥上市公司，也是全国性的专业复合肥主要生产厂商之一。公司现有复合肥产能191万吨/年，产能规模位居国内市场前列。公司拥有芭田蓝、芭田高塔硝硫基、芭田和、新中挪等行业知名产品系列，销售网络覆盖全国20个省份、4个直辖市、4个自治区，拥有3万余个网络终端，以及由300余名专业人员组成的营销服务团队。基于良好的品牌效应和完善的销售渠道，近年来公司复合肥产品产销量保持稳健，产能利用率中枢维持在40%左右，显著高于行业平均水平。公司研发创新体系完善、专家资源丰富。公司现有7大技术创新领域，31大创新平台，10大创新小组，通过自主研发与技术引进、合作开发相结合，公司已取得诸多科技创新成果。截至2024年12月31日，公司共申请专利1410件，其中发明专利894件；有效专利562件，其中发明专利234件，公司专利申请和授权总量均排名行业前列。公司自主研发的高塔造粒技术、冷冻法硝酸磷肥国产化技术、胶磷矿富集并副产硝酸钙镁肥技术、纳米增效技术、低成本缓控释技术等均为国内首发。基于领先的创新研发水平和丰厚的科技创新成果，多年来公司产品定位走在行业前端，产品结构优于同行业平均水平，目前公司已拥有高效复合肥、生物包膜肥、生态有机肥、缓控释复合肥、水溶肥、矿物质肥及其他新型肥料等多种新型复合肥，新型复合肥销量占比达60%以上。随新型复合肥占比提升，公司复合肥销售均价震荡上行。2024

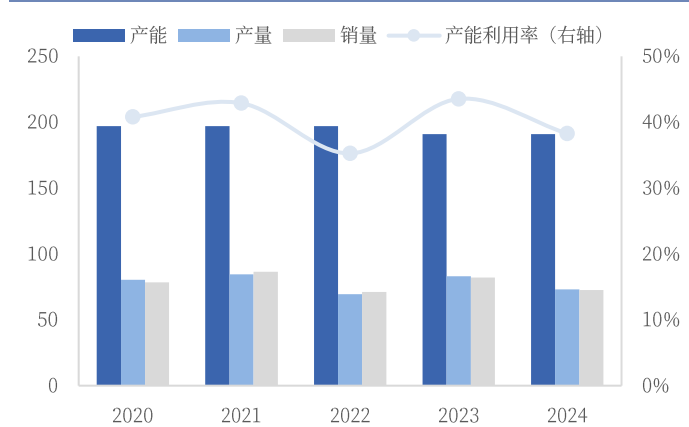
年，公司复合肥销售均价为 3498.16 元/吨，同比增长 4.61%。公司新型复合肥在研项目储备丰富，未来随创新成果持续转化，公司复合肥主业盈利能力有望逐步增强，公司在复合肥领域的领先地位也将进一步夯实。

表2：芭田股份复合肥产品系列

产品系列	特点
新型复合肥-高效复合肥	高效复合肥施用于在经济作物上，品质优，残渣少，利用率高
新型复合肥-生物包膜肥	有机碳对作物最直接的补充，消除作物“亚健康”抗逆促生长；促进微生物繁殖，深度改善土壤；纳米有机碳络合中微量元素，以 20-30 倍能力提高中微量元素的有效供给利用，使作物营养丰富平衡，消除作物缺素等生理病害，抗缺素增品质
新型复合肥-生物有机肥	克服了市面上其他种类生物肥料简单混配造成的微生物活性低、肥效差等问题，具有微生物高活性，肥效缓效释放，速效长效二合一等特点
新型复合肥-缓控释复合肥	利用纳米增效技术，克服聚合树脂不溶于水且难降解或包膜后对土壤微环境引起的酸化、板结问题，成为能够缓慢溶解且对环境友好的新型缓释材料
新型复合肥-水溶肥	大量元素水溶肥，总养分≥50%，肥料中富含镁、硫、锰、硼等多种中微量元素，有效提高作物品质和产量
新型复合肥-矿物质肥	含有氮磷钾元素及多种中微量元素的矿藏，经技术整合活化而成的一种新型、环保、高效肥料
硝酸铵钙	是一种含氮和速效钙的高效复合肥，具备肥效快，可快速补氮的特点，公司的产品采用国内首套自主研发转鼓流化床设计工艺生产农用硝酸铵钙，白色圆形造粒，100%溶于水

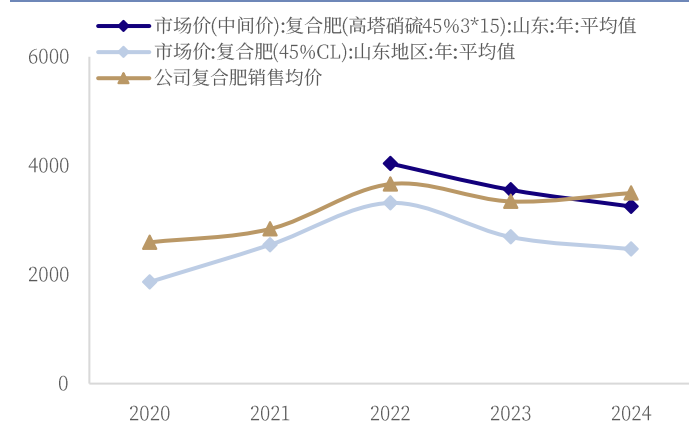
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图16：芭田股份复合肥产销情况（万吨/年，万吨）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图17：芭田股份复合肥均价与市场价对比（元/吨）



资料来源：iFind、公司公告，中国银河证券研究院

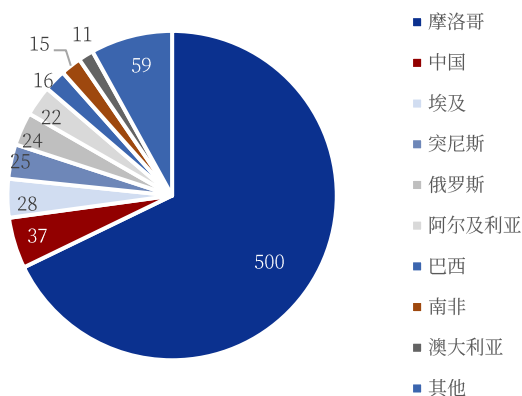
三、磷矿石高景气延续，公司产能加速释放

（一）磷矿石供应阶段性偏紧，行业高景气延续

我国磷矿资源保障年限相对偏低。全球磷矿分布高度集中，根据 USGS 数据，2024 年全球已探明磷矿石储量超 737 亿吨，其中摩洛哥以 500 亿吨储量位居全球第一，我国磷矿石储量约 37 亿吨，位居全球第二，约占全球总储量的 5.0%。产量方面，2024 年全球磷矿石总产量约 2.4 亿吨，其中我国磷矿石产量约 1.1 亿吨，约占全球总产量的 46.1%，位居全球第一。储采比方面，2024 年我国

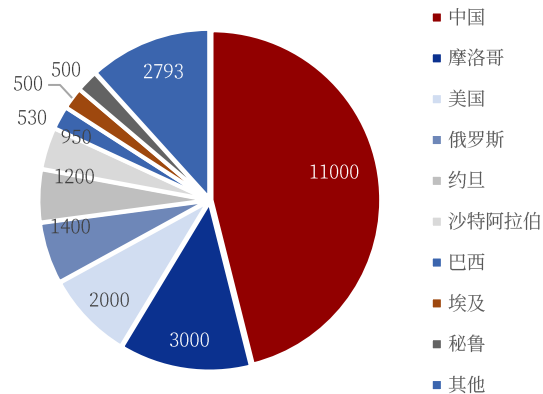
磷矿石储采比为 34，同期全球平均储采比为 309，摩洛哥储采比为 1667，相比之下我国磷矿资源存在过度开采、保障年限偏低等问题。

图18：2024 年全球磷矿石储量分布（亿吨）



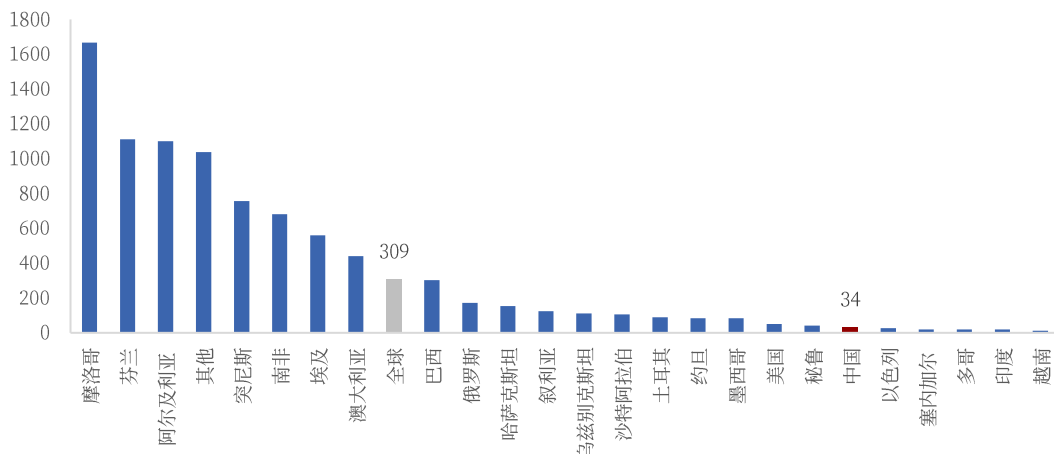
资料来源：USGS，中国银河证券研究院

图19：2024 年全球磷矿石产量分布（万吨）



资料来源：USGS，中国银河证券研究院

图20：2024 年主要国家磷矿石储采比



资料来源：USGS，中国银河证券研究院

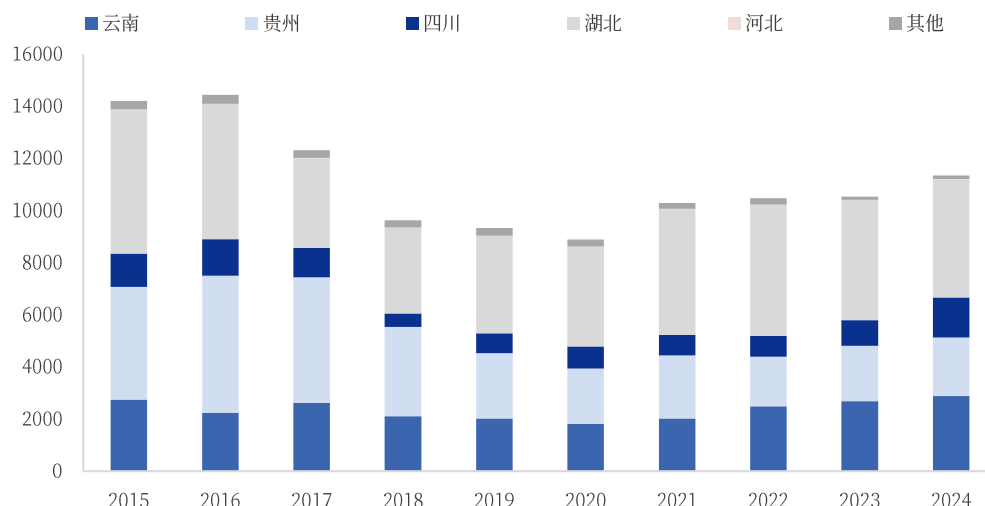
我国磷矿平均品位低、开采难度大，政策强化磷资源保障支撑。相比于其他国家，我国磷矿资源贫矿多、富矿少、开采难度大。分区域来看，我国磷矿资源主要集中在云南、贵州、四川、湖北等地。整体来看我国磷矿平均 P_2O_5 含量约为 17%，可采储量平均品位仅为 23%，远低于世界平均品位 30%。其中， P_2O_5 含量小于 20% 的较低品位磷矿占比约 60%，含量大于 30% 的 I 级磷矿储量仅占 9.4%。作为全球最大的磷化工生产和消费国，若磷矿资源持续过量消耗，未来我国磷矿品位或将持续下滑，磷矿石开采难度及开采成本也将随之持续上升。为强化磷资源保障支撑，2024 年 1 月，工信部等八部门联合印发《推进磷资源高效高值利用实施方案》（以下简称《方案》），《方案》提出“支持“采、选、加”一体化大型磷化工优势企业按照市场化原则取得矿业权”、“支持优秀企业通过兼并重组等方式整合中小磷矿，推动技术落后、效率低下、不符合生态环保要求、不具备安全生产条件的磷矿企业依法依规退出”等内容，引导磷矿开采产业良性可持续发展。

表3：我国磷矿品位分布

省份	中国	湖北	云南	贵州	四川	湖南	河北
磷矿储量占比	100%	29%	19%	17%	7%	9%	-
平均品位	17.00%	22.20%	22.34%	22.30%	21.2%	16.06%	尾矿居多

资料来源：隆众资讯，中国银河证券研究院

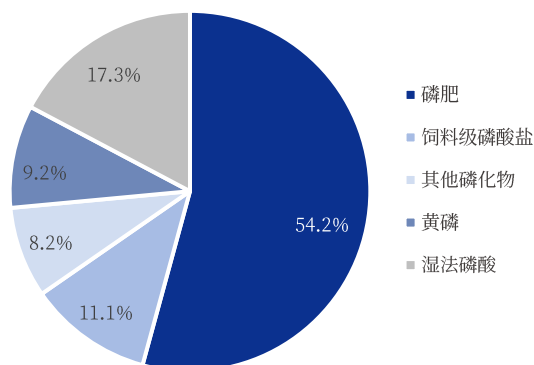
图21：我国磷矿产量分布（万吨）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

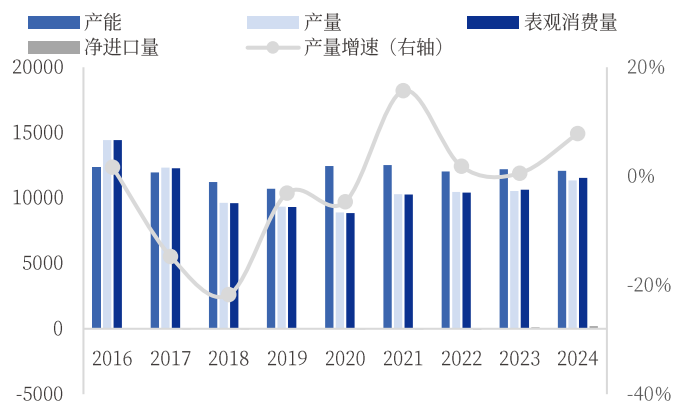
预计我国磷矿供应中短期偏紧。供给端，我国于 2016 年将磷矿列入战略性矿产资源，国家有关部门及各地政府对磷矿采选的管控力度明显加大，叠加近年环保政策趋严，磷矿落后产能不断退出，我国磷矿石供应逐步收紧。2024 年，我国磷矿石产能约为 1.21 亿吨/年，同比下滑 0.90%；磷矿石（折 30% P_2O_5 ）产量约 1.13 亿吨，同比增长 7.80%，较 2016 年高点下滑 21.38%。产能增量方面，现阶段各磷矿主产区虽然都有在建或拟建磷矿产能，但随监管力度加大、新矿山开采难度提升，项目建设周期及产能爬坡周期普遍有所拉长，预计未来 1-2 年内国内磷矿产能增量释放情况仍存在较大不确定性。此外，在建或拟建磷矿石项目大多规划了配套磷化工产品产能，即便未来磷矿项目逐步投产，实际流通到市场上的磷矿石增量或较为有限。需求端，磷肥是磷矿石下游最主要的需求来源，在我国粮食安全及化肥保供稳价政策背景下，预计磷肥对磷矿石的需求整体保持稳健。另外，随新能源等终端产业高速发展，精制磷酸、精细磷酸盐等高附加值产品的产能及产量持续攀升，形成了对磷矿石的增量需求。我们认为，在供给端落后产能持续退出、新增产能释放进展不确定性较强，需求端稳中有增的情况下，预计未来 1-2 年我国磷矿石需求增量或将超过产能增量，磷矿石供需结构将维持紧平衡。

图22：2024 年我国磷矿石消费结构



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

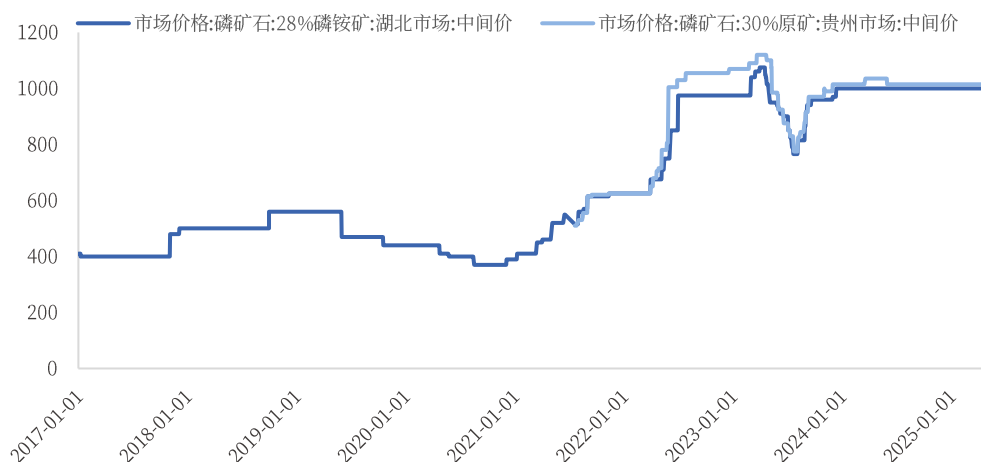
图23：我国磷矿石供需结构（万吨/年，万吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

磷矿石价格有望维持高位运行，具有资源优势的磷化工企业有望充分受益。我们认为，中短期来看，磷矿石供需结构紧平衡态势下，我国磷矿石价格将维持高位运行。中长期来看，随在建产能陆续释放、磷矿石供需结构改善，磷矿石价格虽有回落预期，但预计回落空间有限。一方面，我国落后磷矿石产能仍在持续退出，同时下游磷化工产能仍处于扩张通道，新增磷矿石产能能够得到有效消化；另一方面，随优质磷矿持续消耗，未来我国磷矿开采难度和开采成本将持续上行，磷矿的稀缺性将进一步凸显，供方惜售情绪或愈发显著。未来磷资源储备丰富、产业链一体化布局完善的磷化工企业的竞争优势将更为突出。

图24：我国磷矿石价格走势（元/吨）



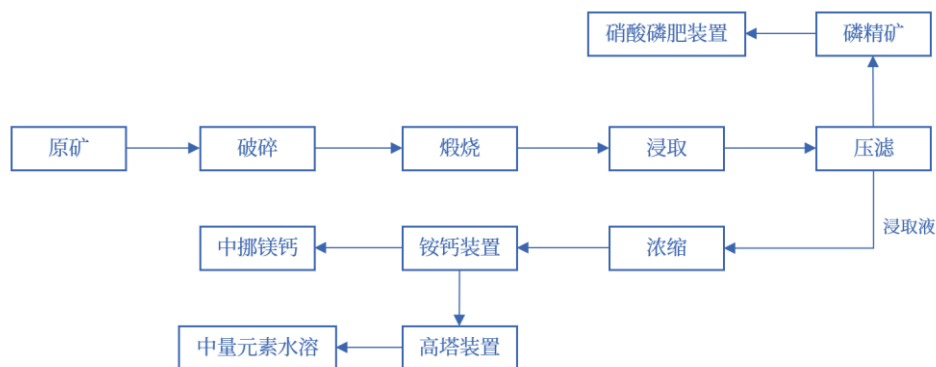
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

（二）小高寨磷矿项目顺利投产，公司业绩迎来高速成长期

小高寨磷矿产能顺利投放，助力公司业绩高增。公司全资子公司贵州芭田于2020年取得贵州省瓮安县小高寨磷矿采矿许可证，开采规模为90万吨/年。该磷矿已探明储量超6300万吨，其磷矿石中五氧化二磷的平均含量为26.74%，品位属于中高位水平。2022年起公司新增磷矿石业务，2024年3月小高寨磷矿目通过审核，建设规模增加至200万吨/年。2025年2月，该项目已取得安全生产许可证，并正式从建设期进入生产期。选矿方面，公司首创干法选矿工艺，相较于普通湿法选矿，可实现处理含量23%以下的原矿，成本可下降约50%，且可将硝酸钙、硝酸镁等尾矿转化为高价值

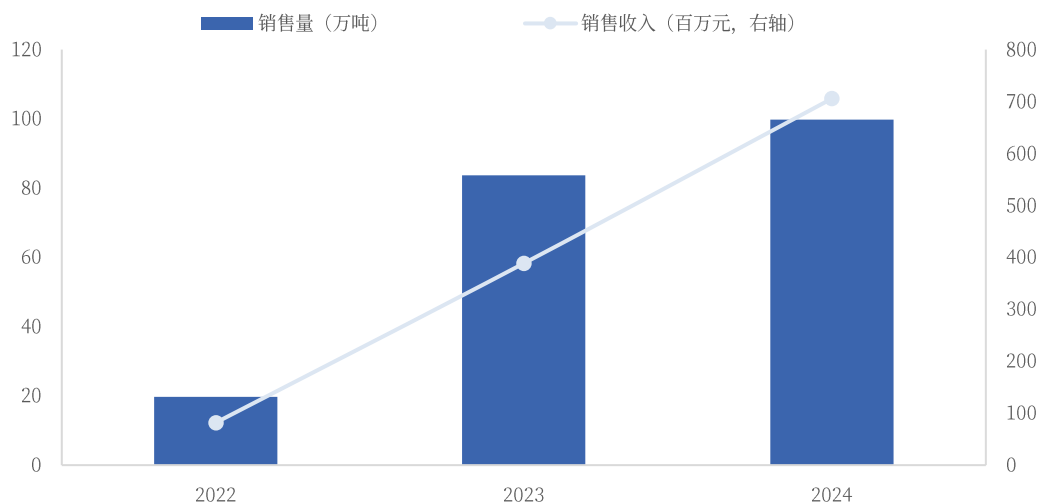
水溶性肥料，实现无尾矿选矿，具有较高环保价值。随磷矿石及磷精矿产能释放，近年公司营收及盈利能力显著增强。2024 年，公司合计销售磷矿石和磷精矿 99.82 万吨，同比增长 19.25%；磷矿板块实现销售收入 7.06 亿元，同比增长 81.62%。根据公司规划，公司现拟启动小高寨磷矿二期建设项目，规划磷矿石产能 90 万吨/年，建设周期 8 个月。待项目建成投产，小高寨磷矿总计建设规模将达到 290 万吨/年。根据公司 2024 年年报，公司将于 2025 年内将磷矿产能提升至 290 万吨/年，并同时配套建设二期 60 万吨/年物理选矿，以提高高品位磷精矿（>32%）产出率。磷矿产能持续扩张，一方面有助于进一步增强公司的营收和盈利能力，另一方面将为公司完善磷化工产业链一体化布局提供有力保障。

图25：芭田股份选矿工艺流程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图26：近年芭田股份磷矿采选板块销量及销售收入



资料来源：iFind、公司公告，中国银河证券研究院

依托优质磷矿资源，打通磷化工产业链。依托贵州优质磷矿资源，近年来公司积极沿磷化工产业链进行业务延伸。公司采用硝酸法生产高纯磷酸，即利用硝酸将磷矿中的钙元素转化为全水溶的硝酸铵钙，生产过程中没有磷石膏产生，且副产的萃余酸可直接用于生产工业级磷铵产品，进而用作复合肥原料，硝酸铵钙可直接作为水溶性肥料出售，高纯磷酸则可作为生产磷酸铁的主要原材料，能够做到资源利用最大化。2021 年，公司设立子公司芭田新能源材料有限公司（以下简称“芭田新能源”），从事生产新能源材料及相关配套工程业务，并与瓮安县人民政府签署框架协议，将磷矿

绿色资源化生产电池级磷酸铁新材料及配套项目落地于瓮安。2022年6月，公司通过增资扩股的方式为芭田新能源引入战略投资者新动能基金，全部增资款用于电池级磷酸铁及配套磷化工项目建设，进一步加快了新能源产业建设进度。2023年，公司新能源项目磷酸铁完成产线建设并投产出产品。目前公司已初步形成上游磷矿下游精细磷化工协同发展的一体化产业布局，实现了磷资源的清洁高效利用和价值最大化。

四、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

关键假设如下：

复合肥：假设2025-2027年我国粮食安全保供政策延续、化肥复合化率稳健提升，公司复合肥产品产能利用率稳中小幅抬升，复合肥价格无大幅波动。

磷矿石：假设2025年公司小高寨磷矿200万吨/年产能顺利释放，2025年公司磷矿产能提升至290万吨/年，2025-2027年公司磷矿产销量维持高速增长，期间磷矿石在供需结构紧平衡下价格维持中高位运行。

新能源材料：假设2025-2027年公司新能源材料产能利用率及销量稳步抬升，并逐步实现减亏、扭亏为盈。

我们预计，2025-2027年公司营收分别为49.4、54.0、59.3亿元，同比分别变化49.1%、9.2%、9.8%；归母净利润分别为11.6、14.1、16.5亿元，同比分别变化182.8%、21.7%、16.8%；每股收益分别为1.2、1.5、1.7元，对应PE分别为8.3x、6.8x、5.8x。

表4：公司主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3313.11	4941.22	5395.38	5926.05
增长率（%）	2.15	49.14	9.19	9.84
归母净利润（百万元）	409.14	1156.97	1408.35	1645.34
增长率（%）	57.67	182.78	21.73	16.83
EPS（元）	0.42	1.20	1.46	1.71
PE	23.50	8.31	6.83	5.84

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

（二）相对估值

结合公司业务情况，我们选取云天化、兴发集团、云图控股、新洋丰以及史丹利作为公司可比公司，2025-2027年可比公司PE（TTM）均值分别为9.95、8.64、7.48倍。采用相对估值法，我们认为公司合理PE水平为10倍。考虑到公司磷矿产能持续释放所带来的业绩高成长性，以及公司在新型复合肥领域的竞争优势，首次覆盖，给予芭田股份“推荐”评级。

表5：可比公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS（元/股）				PE（倍）			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600096.SH	云天化	2.91	3.03	3.15	3.29	7.75	7.45	7.16	6.84
600141.SH	兴发集团	1.45	1.83	2.14	2.41	14.02	11.11	9.51	8.43
002539.SZ	云图控股	0.67	0.76	0.92	1.11	11.86	10.37	8.58	7.11
000902.SZ	新洋丰	1.05	1.25	1.44	1.67	12.85	10.72	9.32	8.06
002588.SZ	史丹利	0.72	0.82	0.95	1.19	11.43	10.10	8.63	6.94
均值						11.58	9.95	8.64	7.48
002170.SZ	芭田股份	0.42	1.20	1.46	1.71	23.50	8.31	6.83	5.84

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

注：表中芭田股份盈利预测为中国银河证券研究院预测，其余公司均采用 iFind 一致预测，收盘价更新至 2025 年 4 月 25 日。

（三）绝对估值

我们采用 FCFF 法分增长期（2025-2027 年）、过渡期（2028-2032 年）、永续增长期（2033 年及以后）三阶段对芭田股份进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。计算得折现率 WACC 为 13.5%，在 WACC 正负波动 0.3%、永续增长率 g 正负波动 0.3%的情况下，公司合理每股价值区间为 14.3-15.6 元，价值中枢为 14.9 元，对应市值区间为 137-151 亿元。

表6：FCFF 估值参数假设及说明

	假设数值	假设数值依据说明
无风险利率 Rf=	1.66%	取十年期国债收益率 1.66%（2025/4/25）
债务资本比重 Wd=	9.25%	取长期债务/（长期债务+所有者权益），取 2024 年年报数据计算值 9.25%
市场预期收益率 Rm=	13.79%	取 2015-2024 年沪深 300 指数净资产收益率加权算数平均值 13.79%
贝塔系数 β=	1.06	磷肥及磷化工板块 2015.01.01-2025.04.25 加权原始 β 值 1.06
债务资本成本 Kd=	3.80%	参考 5 年期以上 LPR 3.60%，适当上调至 3.80%
加权平均资本成本 WACC=	13.45%	加权平均资本成本，计算可得
税率=	17.84%	取公司 2024 年年报实际所得税税率 17.84%
永续增长率 g=	2.00%	假设公司永续增长率 2.00%

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

表7: FCFF 估值敏感性分析

永续增长率 (g)	加权平均资本成本 (WACC)						
	12.55%	12.85%	13.15%	13.45%	13.75%	14.05%	14.35%
1.10%	15.60	15.14	14.70	14.28	13.89	13.51	13.15
1.40%	15.84	15.37	14.91	14.48	14.07	13.68	13.31
1.70%	16.10	15.61	15.14	14.69	14.27	13.87	13.48
2.00%	16.37	15.86	15.37	14.91	14.47	14.06	13.66
2.30%	16.66	16.13	15.62	15.14	14.69	14.26	13.85
2.60%	16.97	16.41	15.88	15.39	14.92	14.47	14.05
2.90%	17.47	16.89	16.34	15.82	15.33	14.87	14.43

资料来源：中国银河证券研究院预测

五、风险提示

1、原材料价格大幅波动的风险

公司复合肥生产成本中原材料占比较高，且公司部分原材料依赖外部采购，若原材料价格出现大幅波动，将影响公司复合肥产品生产成本及利润。

2、复合肥行业竞争加剧的风险

复合肥行业壁垒较低，供大于求现象持续存在。若复合肥产能持续扩张、行业竞争加剧，或将拖累产品价格及公司复合肥业务盈利能力。

3、农产品行业波动的风险

公司所属复合肥行业与下游农产品行业高度相关，农产品价格、种植结构及种植面积变化均将直接影响复合肥需求。若农产品价格表现低迷，或不可抗力致农产品播种面积不及预期，或将拖累公司复合肥产销表现。

4、新建磷矿石项目进展不及预期的风险

近年公司主要业绩增量来源于磷矿石产能释放，若公司小高寨磷矿一期项目产能释放进度不及预期，或二期项目建设进展不及预期，或将导致公司业绩表现不及预期。

5、新能源材料产能释放进度不及预期的风险

2024年公司新能源材料大幅亏损，若新能源材料产能释放进度不及预期，或将导致新能源材料业务持续亏损，进而拖累公司整体业绩表现。

图表目录

图 1: 芭田股份发展历程.....	3
图 2: 芭田股份股权结构（截至 2025 年一季度末）.....	3
图 3: 2020-2024 年公司现金分红总额（万元）及股利支付率	4
图 4: 2018-2025Q1 公司营业收入（百万元）及同比增速.....	4
图 5: 2018-2025Q1 公司归母净利润（百万元）及同比增速.....	4
图 6: 2018-2025Q1 公司销售毛利率及净利率	5
图 7: 2018-2024 年公司主营业务毛利率	5
图 8: 2018-2024 年公司营业收入结构（百万元）	5
图 9: 2018-2024 年公司毛利结构（百万元）	5
图 10: 2018-2025Q1 公司费用率.....	6
图 11: 2018-2025Q1 公司资产负债率.....	6
图 12: 我国复合肥供需结构（万吨，万吨/年）	7
图 13: 我国复合肥产能分布（万吨/年）	7
图 14: 农用化肥/复合肥施用量及复合化率	8
图 15: 部分经济作物种植面积（万公顷）	8
图 16: 芭田股份复合肥产销情况（万吨/年，万吨）	10
图 17: 芭田股份复合肥均价与市场价对比（元/吨）	10
图 18: 2024 年全球磷矿石储量分布（亿吨）	11
图 19: 2024 年全球磷矿石产量分布（万吨）	11
图 20: 2024 年主要国家磷矿石储采比	11
图 21: 我国磷矿产量分布（万吨）	12
图 22: 2024 年我国磷矿石消费结构	13
图 23: 我国磷矿石供需结构（万吨/年，万吨）	13
图 24: 我国磷矿石价格走势（元/吨）	13
图 25: 芭田股份选矿工艺流程.....	14
图 26: 近年芭田股份磷矿采选板块销量及销售收入.....	14
表 1: 鼓励化肥行业转型升级的相关政策文件.....	9
表 2: 芭田股份复合肥产品系列	10
表 3: 我国磷矿品位分布.....	12
表 4: 公司主要财务指标预测	15
表 5: 可比公司盈利预测与估值	16
表 6: FCFF 估值参数假设及说明.....	16
表 7: FCFF 估值敏感性分析.....	17

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2098.82	2548.19	3522.46	5042.01
现金	917.06	1201.77	2105.60	3508.37
应收账款	170.03	205.88	224.98	256.55
其它应收款	32.86	44.43	49.14	54.54
预付账款	59.81	76.51	79.31	84.52
存货	645.89	722.63	749.07	798.25
其他	273.17	296.96	314.37	339.78
非流动资产	3988.56	4599.70	4795.08	4677.15
长期投资	123.21	123.21	123.21	123.21
固定资产	2015.39	2474.61	2769.04	2860.23
无形资产	818.44	820.19	821.00	821.77
其他	1031.53	1181.69	1081.84	871.94
资产总计	6087.38	7147.88	8317.54	9719.16
流动负债	2408.40	2554.80	2593.01	2665.66
短期借款	1463.88	1463.88	1463.88	1463.88
应付账款	283.09	360.52	365.01	393.79
其他	661.43	730.39	764.11	807.98
非流动负债	459.46	442.39	442.39	442.39
长期借款	327.99	327.99	327.99	327.99
其他	131.47	114.40	114.40	114.40
负债合计	2867.87	2997.19	3035.40	3108.05
少数股东权益	13.31	15.87	18.97	22.60
归属母公司股东权益	3206.20	4134.82	5263.17	6588.51
负债和股东权益	6087.38	7147.88	8317.54	9719.16

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	547.92	1384.63	1642.88	1881.56
净利润	410.04	1159.52	1411.45	1648.97
折旧摊销	203.53	201.68	224.62	237.93
财务费用	78.56	41.75	41.75	41.75
投资损失	-2.24	-2.47	-2.70	-2.96
营运资金变动	-134.43	-15.47	-32.24	-44.12
其它	-7.54	-0.39	0.00	0.00
投资活动现金流	-415.19	-810.05	-417.30	-117.04
资本支出	-423.69	-820.00	-420.00	-120.00
长期投资	8.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.49	9.95	2.70	2.96
筹资活动现金流	255.54	-289.87	-321.75	-361.75
短期借款	16.22	0.00	0.00	0.00
长期借款	194.99	0.00	0.00	0.00
其他	44.33	-289.87	-321.75	-361.75
现金净增加额	388.27	284.71	903.83	1402.78

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3313.11	4941.22	5395.38	5926.05
营业成本	2396.85	3060.56	3172.52	3380.83
营业税金及附加	60.12	84.00	91.72	100.74
营业费用	85.44	123.53	134.88	148.15
管理费用	147.72	207.53	226.61	248.89
财务费用	72.89	28.00	23.72	10.17
资产减值损失	-17.01	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.24	2.47	2.70	2.96
营业利润	498.59	1405.48	1710.85	1998.75
营业外收入	6.02	0.00	0.00	0.00
营业外支出	5.55	0.00	0.00	0.00
利润总额	499.06	1405.48	1710.85	1998.75
所得税	89.03	245.96	299.40	349.78
净利润	410.04	1159.52	1411.45	1648.97
少数股东损益	0.90	2.55	3.11	3.63
归属母公司净利润	409.14	1156.97	1408.35	1645.34
EBITDA	772.78	1635.16	1959.19	2246.85
EPS (元)	0.42	1.20	1.46	1.71

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2.15%	49.14%	9.19%	9.84%
营业利润	57.98%	181.89%	21.73%	16.83%
归属母公司净利润	57.67%	182.78%	21.73%	16.83%
毛利率	27.66%	38.06%	41.20%	42.95%
净利率	12.35%	23.41%	26.10%	27.76%
ROE	12.76%	27.98%	26.76%	24.97%
ROIC	8.98%	19.26%	19.68%	19.27%
资产负债率	47.11%	41.93%	36.49%	31.98%
净负债比率	33.37%	18.95%	-2.22%	-22.99%
流动比率	0.87	1.00	1.36	1.89
速动比率	0.52	0.63	0.99	1.51
总资产周转率	0.58	0.75	0.70	0.66
应收账款周转率	27.25	26.29	25.04	24.61
应付账款周转率	8.96	9.51	8.75	8.91
每股收益	0.42	1.20	1.46	1.71
每股经营现金	0.57	1.44	1.70	1.95
每股净资产	3.33	4.29	5.46	6.84
P/E	23.50	8.31	6.83	5.84
P/B	3.00	2.33	1.83	1.46
EV/EBITDA	12.26	6.36	4.85	3.60
P/S	2.90	1.95	1.78	1.62

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙思源，化工行业分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755chuying_yj@chinastock.com.cn