

600096.SH

买入

原评级：未有评级

市场价格：人民币 22.28

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	1.5	(4.1)	(3.4)	7.3
相对上证综指	0.8	(2.2)	(4.5)	1.7

发行股数 (百万)	1,834.33
流通股 (百万)	1,834.33
总市值 (人民币 百万)	40,868.84
3个月日均交易额 (人民币 百万)	680.24
主要股东持股比例 (%)	
云天化集团有限责任公司	38.12

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2025年4月29日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

基础化工：农化制品

证券分析师：余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

联系人：赵泰

tai.zhao@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300123070003

云天化

一体化优势明显，具备高分红属性

公司是国内磷肥龙头，掌握上游磷矿石、煤炭优质资源，一体化优势明显，持续改革下期间费用不断优化，长期盈利能力有望维持较高水平，分红水平有望维持高位。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- **磷化工产业链配套完善，具备高分红属性。**公司是云南省国资委控股的磷肥行业龙头，截至2024年拥有磷矿石原矿生产能力1450万吨/年、煤炭开采能力400万吨/年，同时拥有磷铵、尿素、复合肥等化肥产能合计1000万吨/年。公司磷矿石储、采规模及磷肥市占率位于市场前列。2024年公司营收同降10.89%至615.37亿元，归母净利润同增17.93%至53.33亿元。公司2022-2024年分红比率分别为30.46%、40.31%、47.86%，根据分红规划，2024-2026年现金分红比例不低于期间可供分配净利润的45%。
- **磷矿石具备资源属性，中期景气度有望维持。**根据百川盈孚，2024年我国磷矿石有效产能同减1.20%至1.19亿吨，产量同增10.66%至1.17亿吨。2021年后磷矿石需求在新能源发展带动下有所增长，供给则受到磷矿分布、品位、政策等因素限制，价格中枢抬升。截至2025年2月7日，国内磷矿石市场参考价格为1018.00元/吨，处于2017年以来的81.80%分位。2025年及以后有较多磷矿石新增规划产能，但梳理在建项目，我们判断新增产能或低于预期，且即使如期建成，磷矿开采成本或较原有项目不具备优势。定量来看，我们预计2025-2027年磷矿石新增产能分别为650万吨、1366万吨、1560万吨，占2024年我国磷矿石产能比例分别为3.34%、7.02%、8.02%。景气度或可持续至2026年及以后。截至2024年底，公司拥有磷矿储量近8亿吨，磷矿石原矿生产能力1450万吨/年，位于市场前列，未来待参股公司注入镇雄磷矿采矿权，磷矿储备有望增厚。
- **国内磷肥龙头，上游配套支撑盈利能力。**全球看，IFA预计2023-2028年全球磷肥产能复合增速为1.89%，2024-2028年磷肥表观消费量复合增速为1.94%，均保持稳健增长。国内方面，在环保治理、化肥减量工作的推进下，近年来供需两端均呈现一定缩减趋势。我国磷肥出口占国内产量比重1/3左右，磷肥出口政策是调节国内供需的重要变量。2023年公司P₂O₅产量309.5万吨，以19.16%的份额位居国内首位。磷矿石成本支撑下，磷肥价格有望保持较高水平，公司配套上游磷矿石，支撑磷肥盈利能力。
- **尿素价格处于低位，2025年盈利有望修复。**2020年以来国内尿素产量明显增长，叠加2024年出口受限，尿素价格处于低位。截至2024年年报，公司拥有尿素产能260万吨/年、复合肥产能185万吨/年，配套年产400万吨煤矿，合成氨自给率95%以上，成本具备一定优势。若2025年尿素出口政策有所放松，公司该项业务盈利能力有望修复。

估值

- 预计公司2025-2027年归母净利润分别为55.49亿元、57.57亿元、58.32亿元，EPS分别为3.02元、3.14元、3.18元，对应PE分别为7.4倍、7.1倍、7.0倍。首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 磷矿石新增产能进度超预期，化肥出口法检政策趋严，安全与环保风险。

投资摘要

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	69,060	61,537	61,022	62,049	62,855
增长率(%)	(8.3)	(10.9)	(0.8)	1.7	1.3
EBITDA(人民币 百万)	9,627	9,907	10,663	11,274	11,666
归母净利润(人民币 百万)	4,522	5,333	5,549	5,757	5,832
增长率(%)	(24.9)	17.9	4.0	3.8	1.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.47	2.91	3.02	3.14	3.18
市盈率(倍)	9.0	7.7	7.4	7.1	7.0
市净率(倍)	2.2	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(倍)	4.3	5.0	4.3	3.7	3.1
每股股息(人民币)	1.0	1.4	1.5	1.5	1.5
股息率(%)	6.4	6.3	6.5	6.8	6.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

云天化：我国磷肥龙头，产业链配套完善.....	5
公司历经多轮调整改革，2021年后进入发展新阶段.....	5
公司为云南省国资委控股公司.....	6
把握上游丰富资源，实现一体化运营.....	6
商贸物流及化肥业务收入占比较高，化肥贡献主要毛利.....	7
推进内部改革，期间费用率持续优化，ROE行业领先.....	8
现金流优秀，资本结构持续改善.....	9
磷矿石：2025-2027年有较多规划项目，实际投产进度待观察.....	10
需求端：化肥为下游主要应用，2021年以来新能源带动需求增量.....	10
供给端：全球及我国磷矿石分布集中，具备稀缺属性.....	12
2025-2027年或有较多磷矿石产能增量释放，实际投产进度有待观察.....	15
云天化磷矿资源位于行业前列，未来仍存增量预期.....	18
磷肥：出口调节国内供需，公司为国内磷肥领军企业.....	19
供给端：国内产能保持缩减，集中度处于较高水平.....	19
需求端：国内消费保持稳定，出口为主要变量.....	20
云天化市场份额领先，盈利能力具有优势.....	22
复合肥及尿素：供给宽松下价格处于较低水平，期待后续回暖.....	24
复合肥：科学施肥理念推动下，肥料复合化率有持续提升空间.....	24
尿素：供给趋于宽松，2025年关注新产能投产情况及出口政策.....	24
盈利预测与估值.....	27
风险提示.....	29

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 云天化发展历程.....	5
图表 2. 2012-2024 年公司营收及同比.....	5
图表 3. 2012-2024 年公司归母净利润及同比	5
图表 4. 云南省国资委是公司实际控制人.....	6
图表 5. 公司主要产品及产能情况（截至 2024 年年报）	7
图表 6. 2018-2024 年公司分业务营收.....	7
图表 7. 2018-2024 年公司化肥收入结构.....	7
图表 8. 2018-2024 年公司各业务毛利率情况	8
图表 9. 2018-2024 年公司各业务毛利情况.....	8
图表 10. 2014-2024 年公司期间费用率优化	8
图表 11. 2016-2024 年公司毛利率、净利率稳步提升.....	8
图表 12. 2021-2024 年公司 ROE（摊薄）处于较高水平.....	8
图表 13. 公司 ROE（摊薄）业内领先（%）	8
图表 14. 2019-2024 年公司现金流量.....	9
图表 15. 2017 年以来公司资产负债率不断降低.....	9
图表 16. 2021 年以来公司分红比率持续提升	9
图表 17. 磷化工产业链.....	10
图表 18. 2017-2024 年我国磷矿石表观消费量	11
图表 19. 2024 年我国磷矿石消费结构.....	11
图表 20. 磷酸铁产业链.....	11
图表 21. 三种工艺路线对比.....	11
图表 22. 2020-2024 年我国动力电池销量及装机量数据	12
图表 23. 2020-2024 年国内磷酸铁锂及三元电池份额变化	12
图表 24. 动力电池有望继续带动磷矿石需求提升（万吨）	12
图表 25. 2023 年全球磷矿石储量分布.....	13
图表 26. 2023 年全球磷矿石产量分布.....	13
图表 27. 政策对磷资源的合理开采利用提出要求.....	14
图表 28. 中央及地方对磷石膏相关政策梳理.....	14
图表 29. 2023 年我国磷石膏利用方式占比.....	15
图表 30. 优势龙头企业磷石膏消纳措施.....	15
图表 31. 2022 年以来国内磷矿石价格维持在较高水平.....	15
图表 32. 磷矿石在建产能情况梳理.....	16
续图表 32. 磷矿石在建产能情况梳理.....	17
图表 33. 云天化磷矿石产量、储量居行业前列（万吨）	18

图表 34. 2023 年磷铵占我国磷肥产量比重达 86.4%.....	19
图表 35. 2023 年全球磷铵产量小幅增长.....	19
图表 36. 2028 年磷肥产量有望增加至 7000 万吨以上.....	19
图表 37. 2018-2023 年我国磷肥产能、产量、产能利用率.....	20
图表 38. 我国磷肥产量与净出口情况保持同步变动.....	20
图表 39. 2002-2023 年我国磷酸一铵、磷酸二铵表观消费量（万吨）.....	20
图表 40. 2018-2023 年我国磷肥表观消费量及增速.....	21
图表 41. 2012-2024 年我国磷酸一铵出口量.....	21
图表 42. 2012-2024 年我国磷酸二铵出口量.....	21
图表 43. 《关于做好 2025 年春耕及全年化肥保供稳价工作的通知》内容梳理....	22
图表 44. 2023 年我国磷肥行业主要企业产量及份额.....	22
图表 45. 不同化肥品种功效.....	24
图表 46. 农业施用为尿素主要下游应用.....	24
图表 47. 2024 年出口政策较为严格，我国尿素出口数量创 2010 年以来新低.....	25
图表 48. 2017-2024 年我国尿素产能、产量及开工率（万吨）.....	25
图表 49. 2024 年下半年开始尿素行业库存累积.....	25
图表 50. 尿素价格处于历史区间内较低水平.....	26
图表 51. 公司尿素产品收入及盈利情况.....	26
图表 52. 公司复合肥产品收入及盈利情况.....	26
图表 53. 云天化经营数据预测.....	27
图表 54. 云天化期间费用率预测.....	28
图表 55. 可比公司估值表.....	28
利润表(人民币 百万).....	30
现金流量表(人民币 百万).....	30
财务指标.....	30
资产负债表(人民币 百万).....	30

云天化：我国磷肥龙头，产业链配套完善

云南云天化股份有限公司是我国磷肥领军企业。云天化前身为云南天然气化工厂，成立于1974年，并于1997年改制为云天化集团有限责任公司，同年在上交所上市。经过多年业务发展，当前公司业务范围涵盖磷矿采选、化肥（包括磷肥、氮肥和复合肥）、精细化工品和商贸物流四大领域。在磷肥方面，公司产能规模位居亚洲前列，出口量约占国内市场三分之一。

公司历经多轮调整改革，2021年后进入发展新阶段

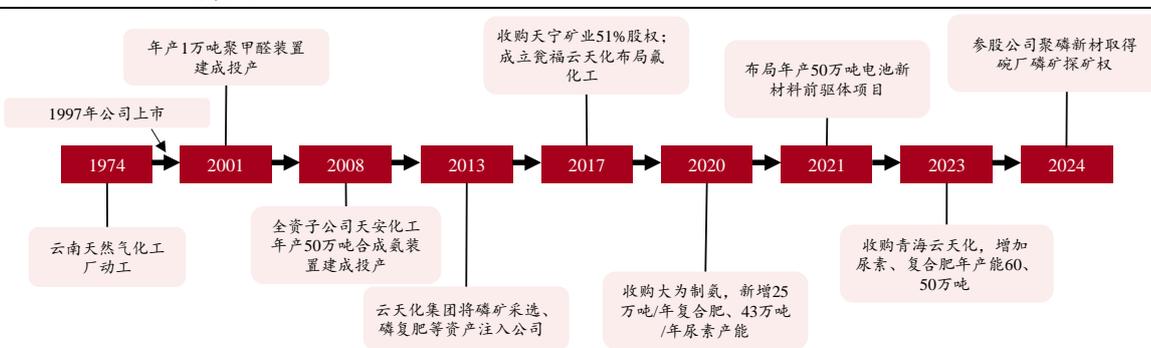
公司成立之初主营氮肥业务，在发展中逐步明确磷产业主业，并不断完善产业链布局。其中，2013年、2016年、2021年为重要时间节点：

1) 2013年前，公司主营氮肥业务。期间公司逐步拓展合成氨和尿素产能，同时布局聚甲醛、玻纤等产品。2001年7月，公司年产1万吨聚甲醛装置在水富建成投产；2008年，公司全资子公司天安化工50万吨/年合成氨装置建成投产。

2) 2013年进军磷肥行业，磷化工产业链延伸。2013年，云天化集团将磷矿采选、磷复肥等优质资产注入公司，但受制于磷肥景气度低迷、期间费用率拖累及部分资产投资表现不佳，公司业绩仍然承压，其中2014、2016年均录得亏损。2016年开始，公司推进改革深化，对内在组织、机制、人事方面进行优化，对外通过资源整合实现产业升级。2017年公司收购天宁矿业51%股权，获得上游磷矿资源；同年公司与瓮福蓝天设立瓮福云天化，对磷矿伴生的氟资源实现综合利用；2020年，公司收购大为制氮，复合肥及尿素产能得到扩充。

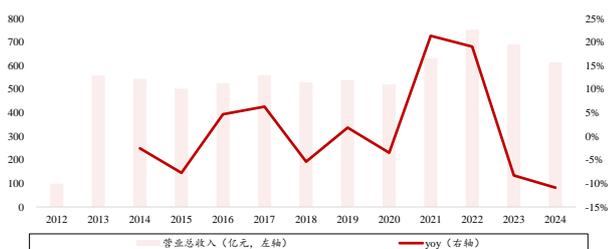
3) 2021年至今，磷化工景气度提升带动业绩登上新台阶，公司进一步完善上下游布局。2021年磷化工景气度提升，叠加此前改革成效显现，公司业绩迎来高速增长，当年公司归母净利润同比大幅增长1238.77%至36.42亿元，此后保持在45亿元以上。在此期间，公司利用产业链优势继续向下游布局，2021年公司开展50万吨/年电池新材料前驱体项目（其中10万吨/年于2022年投产），2022年参股子公司氟磷电子20,000吨/年电子级氢氟酸和5,000吨/年六氟磷酸锂项目建成。

图表 1. 云天化发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

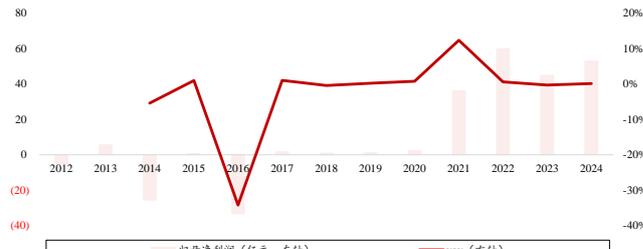
图表 2. 2012-2024 年公司营收及同比



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：公司于2013年获得重大资产注入，同比数据仅计算2013年后

图表 3. 2012-2024 年公司归母净利润及同比



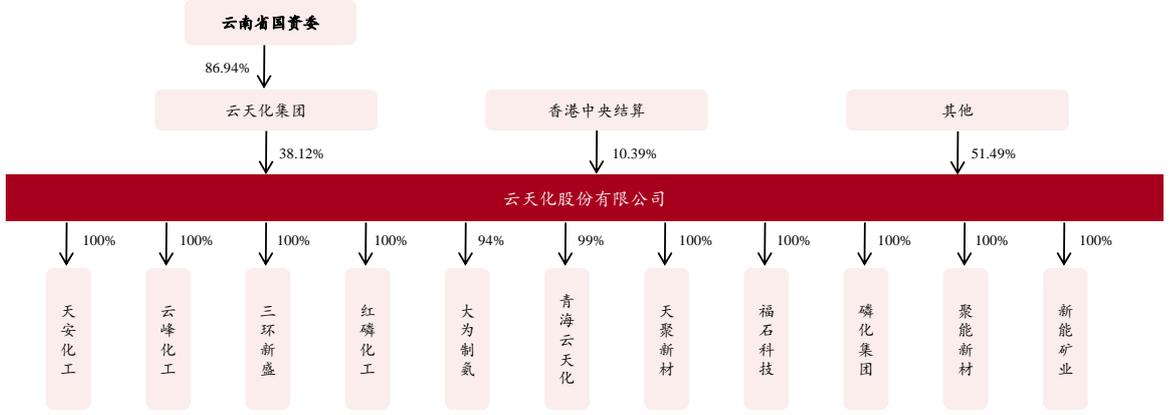
资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，中银证券

注：公司于2013年获得重大资产注入，同比数据仅计算2013年后

公司为云南省国资委控股公司

公司实控人为云南省国资委。截至 2024 年年报，云南省国资委持有公司控股股东云天化集团 64.80% 股份，间接持有公司 24.70% 股权，为公司实际控制人。截至 2024 年年报，公司下设 47 家控股子公司，同时拥有海口磷业、大地云天、瓮福云天化等联营、合营企业。

图表 4. 云南省国资委是公司实际控制人



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

改革助力国有资产价值实现。2016 年开始，公司通过人员优化、股权激励、推进职业经理人及契约化管理、优化产业及资本结构等方式响应国企改革，先后入选国务院国资委“改革尖兵”、全国国有重点企业管理“标杆企业”、国企改革攻坚市场化运作示范单位、“双百企业”标杆企业，2020 年公司“双百行动”综合改革案例被国务院国资委收录于《改革样本：国企改革“双百行动”案例集》。

把握上游丰富资源，实现一体化运营

在产能方面，公司围绕自身磷矿及煤炭资源禀赋，充分发展化肥及精细化工。截至 2024 年年报，公司拥有磷矿石、煤炭产能 1450 万吨/年、400 万吨/年，化肥总产能 1000 万吨/年，并布局聚甲醛、饲料级磷酸氢钙等产能。

磷矿及煤炭资源：截至 2024 年年报，公司拥有磷矿储量近 8 亿吨，原矿生产能力 1450 万吨/年，磷矿储量及年开采能力均居全国前列，是我国最大的磷矿采选企业之一，为磷化工全产业链发展奠定基础。同时，公司在呼伦贝尔配备大型露天开采煤矿，煤矿开采能力 400 万吨/年，为北方基地合成氨生产提供稳定原料。公司合成氨年产能 248 万吨，自给率 95% 以上。

化肥及其他化工品：截至 2024 年年报，公司拥有磷铵产能 555 万吨/年、尿素产能 260 万吨/年、复合肥产能 185 万吨/年。在磷化工和其他方面，公司布局黄磷、饲料级磷酸氢钙、电池级磷酸二氢铵、农用磷酸二氢钾等。此外，公司拥有聚甲醛产能 9 万吨/年，产能位居国内前列；饲料级磷酸氢钙产能 50 万吨/年，单套产能国内排名第一。

图表 5. 公司主要产品及产能情况 (截至 2024 年年报)

产品	实施主体	年产能 (万吨)
磷铵	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
	合计	555
复合肥	复合肥事业部	83
	青海云天化	50
	其他	52
	合计	185
尿素	水富云天化	76
	金新化工	80
	大为制氮	43
	青海云天化	60
	合计	260
聚甲醛	天聚新材	9
黄磷	福石科技	3
饲料级磷酸氢钙	磷化集团	50
湿法精制磷酸	天安化工	20
电池新材料前驱体	天安化工	10
电池级磷酸二氢铵	三环中化	10
农用磷酸二氢钾	红磷化工	6

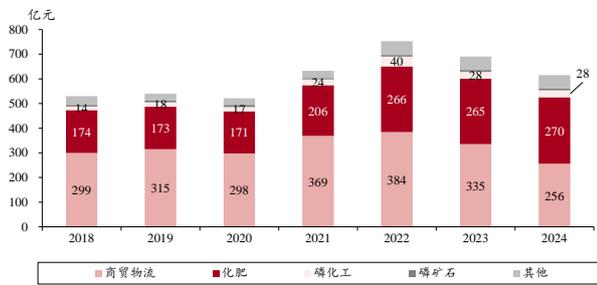
资料来源: 公司公告, 中银证券

商贸物流及化肥业务收入占比较高, 化肥贡献主要毛利

分业务看, 商贸物流及化肥业务贡献公司主要收入来源。2024 年, 公司实现营业总收入 615.37 亿元, 其中化肥、商贸物流业务分别实现收入 269.97 亿元、255.80 亿元, 占比分别为 43.87%、41.57%。从趋势上看, 2021-2024 年商贸物流业务营收占比下降, 化肥营收占比持续提升。

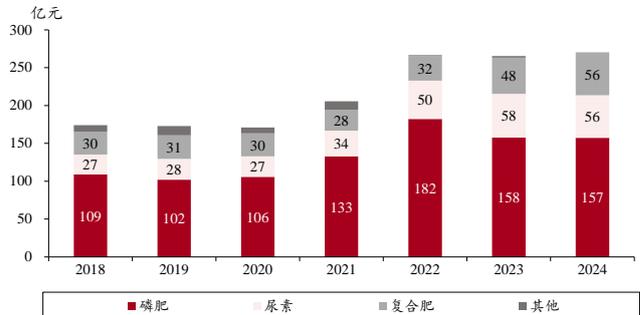
公司化肥产品包括磷铵、尿素、复合肥等。其中, 磷肥产品占公司化肥业务营收比重最高, 2024 年, 公司磷肥、尿素、复合肥分别实现营业收入 157.29 亿元、56.25 亿元、55.81 亿元, 占化肥业务收入比重分别为 58.26%、20.83%、20.67%。2023 年公司收购青海云天化, 于二季度并表, 2023、2024 年尿素、复合肥销量同比均有所提升。

图表 6. 2018-2024 年公司分业务营收



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

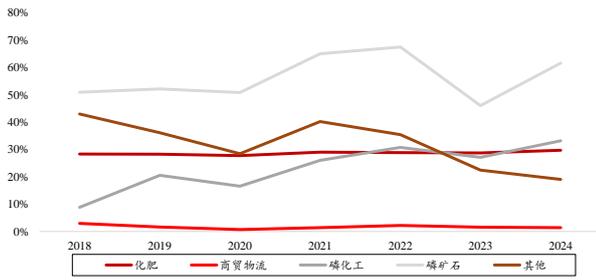
图表 7. 2018-2024 年公司化肥收入结构



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

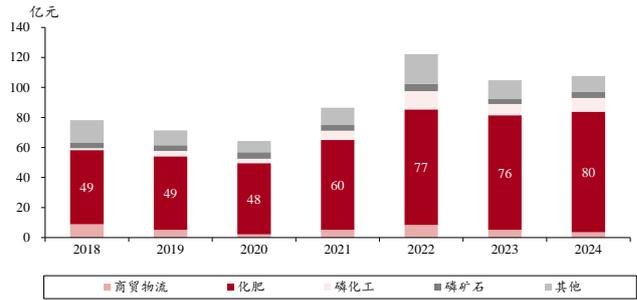
化肥业务为公司毛利的主要来源。受益于上游资源保障, 公司化肥业务盈利能力较强, 且保持稳定。2018-2024 年, 公司化肥业务始终保持 30% 左右的毛利率, 占毛利比重 60% 以上。商贸物流业务毛利率率在 3% 以下, 对毛利贡献度较低。

图表 8. 2018-2024 年公司各业务毛利率情况



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 9. 2018-2024 年公司各业务毛利情况



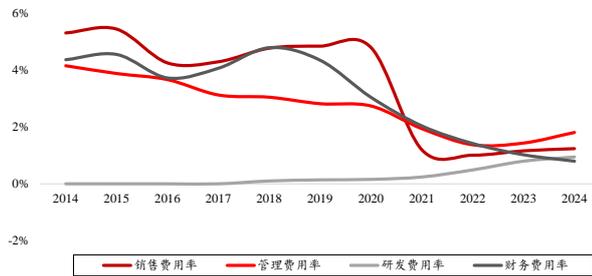
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

推进内部改革，期间费用率持续优化，ROE 行业领先

内部改革效果显著，期间费用率显著下降。2016 年公司开始推进内部改革，在降本增效方面，公司实现了在岗人员、组织机构、干部配置、机关后勤服务人员等“四个 50%”的优化成效，销售、管理费用率持续改善；在资本结构优化方面，公司资产负债率优化带动财务费用明显缩减。

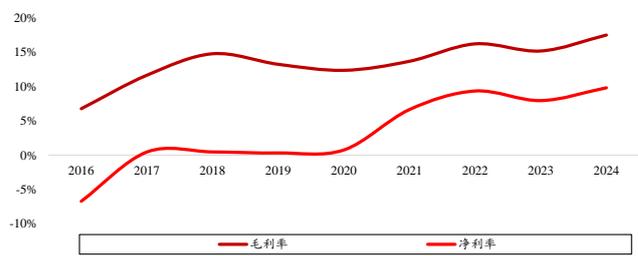
净利率稳步提升。2016 年，公司三费（不含研发）费用合计 61.27 亿元，占收入比重为 11.64%；2024 年，公司四费（含研发）费用合计 29.40 亿元，占收入比重 4.78%，较 2016 年降低 6.86pct。得益于期间费用率优化，公司净利率持续提升。2016-2024 年期间，公司毛利率提升 10.74pct，净利率提升 16.54pct。

图表 10. 2014-2024 年公司期间费用率优化



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

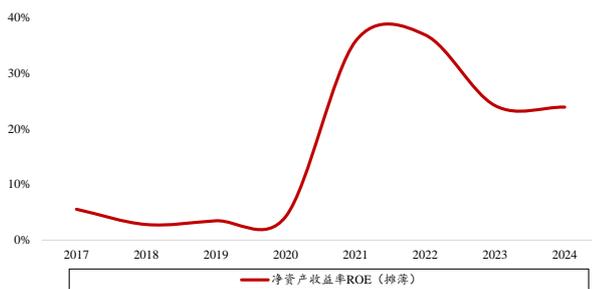
图表 11. 2016-2024 年公司毛利率、净利率稳步提升



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

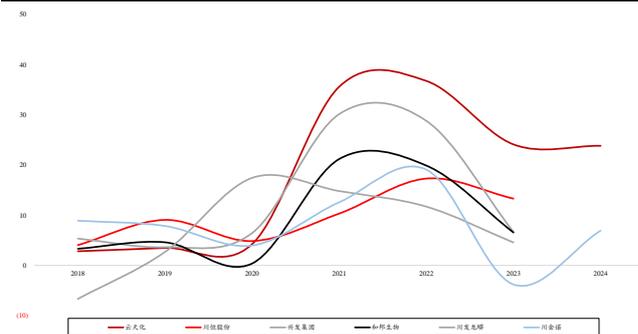
ROE（摊薄）处于业内领先水平。随着盈利能力提升，公司净资产收益率（摊薄）在 2021 年迎来明显改善，2021-2024 年分别为 35.66%、36.80%、24.13%、23.85%。2023、2024 年公司净资产收益率（摊薄）有所下滑，主要系产品价格下降背景下公司盈利水平回归常态及资产负债率降低，但仍处于同业中较高水平。

图表 12. 2021-2024 年公司 ROE（摊薄）处于较高水平



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 13. 公司 ROE（摊薄）业内领先 (%)

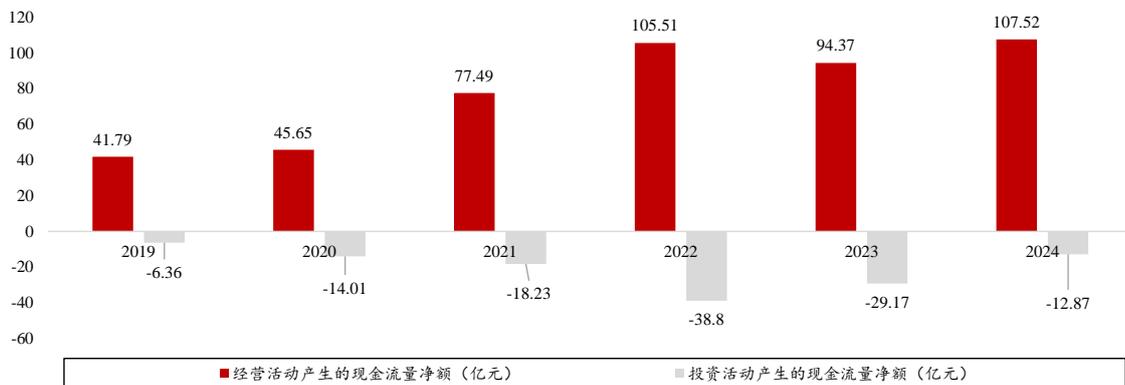


资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

现金流优秀，资本结构持续改善

经营活动现金流优秀，2024 年新增资本开支较少。公司推进经营效率提升、注重资金利用效率，经营活动净现金流与公司业绩保持同步波动，2024 年经营活动现金净流入为 107.52 亿元。投资活动净现金流方面，公司 2022 年布局磷酸铁材料项目、2023 年收购子公司青海云天化，但资本开支整体较为可控，2024 年公司新增项目较少，投资活动现金支出为 19.03 亿元，同比减少 45.52%。

图表 14. 2019-2024 年公司现金流量

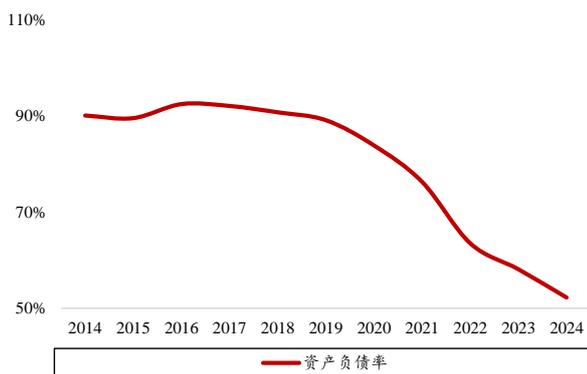


资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

负债规模持续优化。公司资产负债率不断降低，截至 2024 年年报，公司资产负债率为 52.26%，较 2016 年末下降 40.22pct。

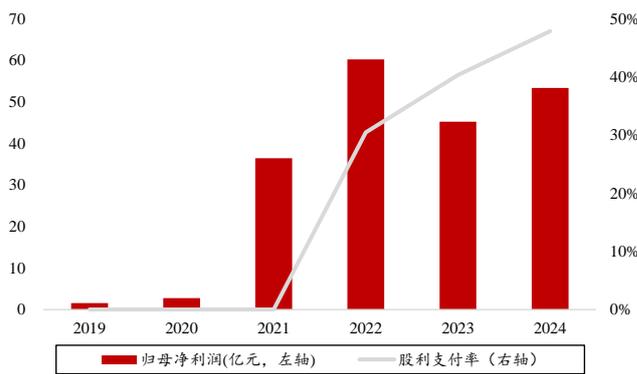
分红比例提升，注重股东回报。根据公司章程规定，每年实现的净利润在弥补亏损、提取法定盈余公积后，分红比例不低于可供分配利润的 30%。2021 年公司期末未分配利润首次转正，2022、2023、2024 年公司分别现金分红 18.34 亿元、18.23 亿元、25.52 亿元，对应股利分配率分别为 30.46%、40.31%、47.86%。2025 年 1 月，公司发布《云南云天化股份有限公司未来三年（2024-2026 年度）现金分红规划》，公司 2024 至 2026 年以现金方式累计分配的利润原则上不少于期间累计实现可供分配利润总额的 45%。

图表 15. 2017 年以来公司资产负债率不断降低



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 16. 2021 年以来公司分红比率持续提升



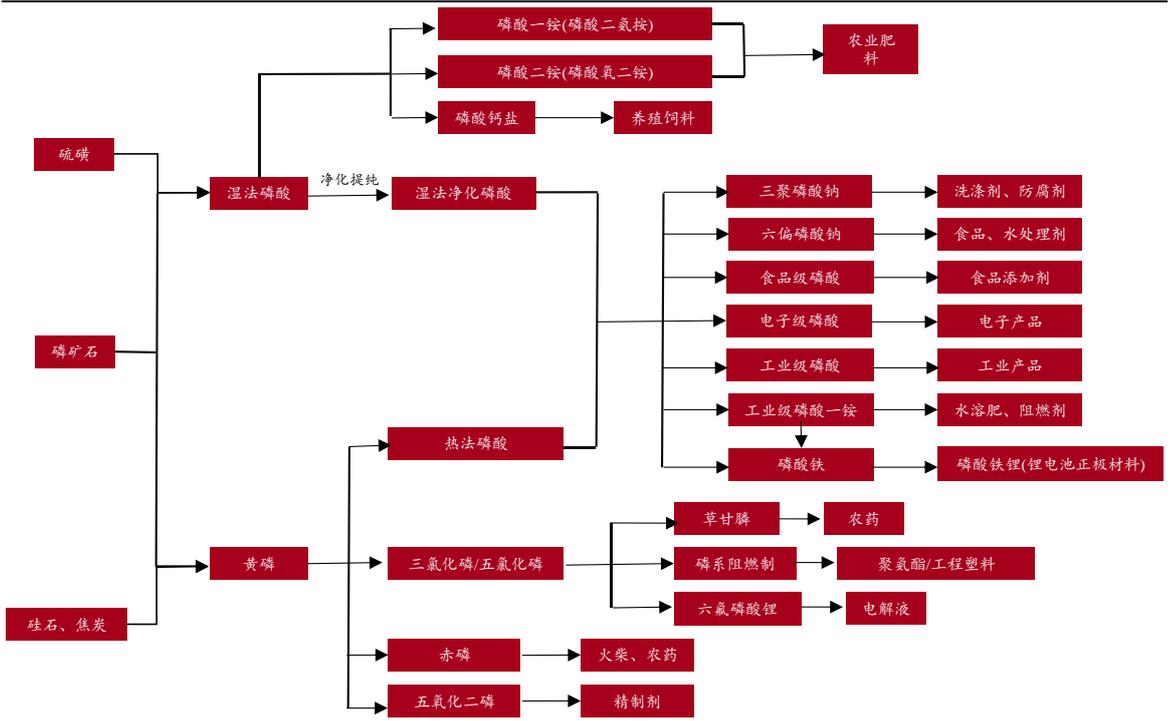
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

磷矿石：2025-2027 年有较多规划项目，实际投产进度待观察

需求端：化肥为下游主要应用，2021 年以来新能源带动需求增量

磷化工产业链以磷矿石为起点，中游包括黄磷、磷酸两大核心材料，下游应用于农业、新能源、电子等行业。具体来看，从磷酸环节开始，分为两大工艺路线，**湿法磷酸**：用硫酸等分解磷矿制得的磷酸，含有较多杂质，通常用来生产肥料，或经净化后制造饲料级、食品级、电子级磷酸盐产品。**热法磷酸**：在电炉中用焦炭将磷矿还原并冷凝后得到固体黄磷，然后燃烧生产五氧化二磷，溶于水生成磷酸。热法磷酸纯度较高，可以用于生产精细磷化工产品。

图表 17. 磷化工产业链

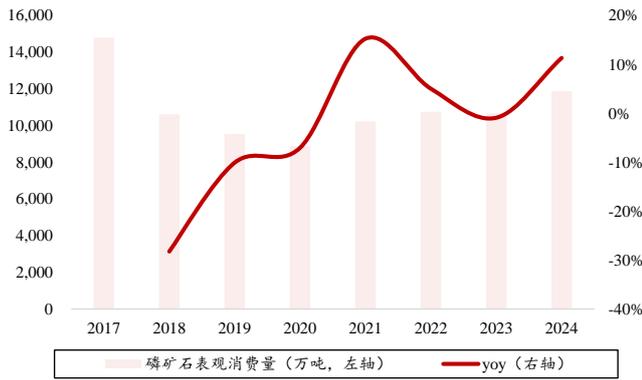


资料来源：川金诺公司公告，胡敏《我国磷矿产业现状与发展趋势》，中银证券

2021 年后我国磷矿石表观消费量明显提升。2021 年后，在磷酸铁配套的湿法净化磷酸装置陆续投产的带动下，我国磷矿石消费量出现明显提升，2021-2023 年我国磷矿石年表观消费量在 1.06 亿吨左右浮动，较 2018-2020 年均值 0.97 亿吨有较大提升。2024 年，我国磷矿石表观消费量为 1.19 亿吨，同比增长 11.37%。

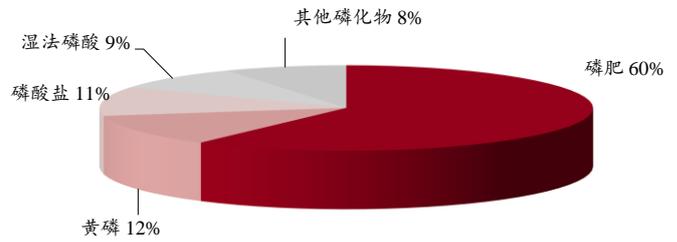
从消费结构看，磷肥为磷矿石主要需求。尽管新能源为磷矿石需求带来了较大增量，但磷矿石下游需求仍以磷肥为主。根据百川盈孚数据，2024 年我国磷矿石 60% 用于生产磷肥，黄磷、磷酸盐、湿法磷酸和其他磷化物占磷矿石下游消费比重分别为 12%、11%、9%、8%。

图表 18. 2017-2024 年我国磷矿石表观消费量



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 2024 年我国磷矿石消费结构

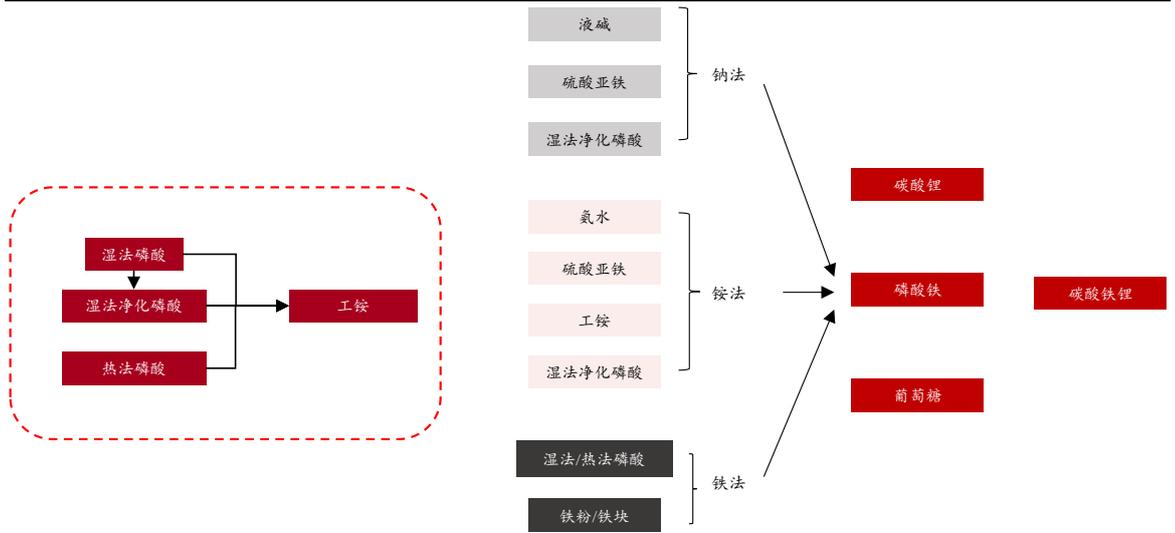


资料来源：百川盈孚，中银证券

2021 年以来新能源电池为磷矿石主要增量需求

磷酸铁上游为磷酸、磷酸一铵、硫酸亚铁，是磷酸铁锂正极材料的前驱体，可以广泛应用于锂离子电池正极材料、水处理剂、肥料添加剂及催化剂领域等。主流磷酸铁制备工艺包括钠法、氨法、铁法等，其中钠法、铁法需要湿法净化磷酸提供磷元素，而氨法以工业级磷酸一铵作为“磷源”。

图表 20. 磷酸铁产业链



资料来源：锂电正极材料工艺公众号，中银证券

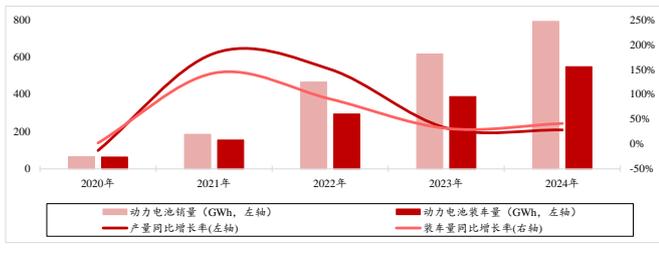
图表 21. 三种工艺路线对比

	铵法	钠法	铁法
概述	反应产物纯度稍差，主要副产硫酸铵	反应产物纯度稍差，主要副产硫酸钠	产品纯度高，无副产物
安全环保	会产生工业废水，需配套水回用装置	会产生工业废水，需配套水回用装置	废物主要为氢气排放，废水少，环保压力小
工程建设投资	投资成本偏高	投资成本偏高	较铵法和钠法低
磷源消耗情况	单耗 0.65 吨磷酸一铵及 0.29 吨精制磷酸	单耗 0.88 吨磷酸	单耗 0.8 吨磷酸
主要企业	中核钛白、兴发集团、中伟股份、云天化	安纳达、川金诺、湖南裕能	光华科技、云图控股、安达科技

资料来源：云天化《云天化 2022 年度向特定对象发行 A 股股票申请文件审核问询函的回复（2023 年半年报财务数据更新版）》，中银证券

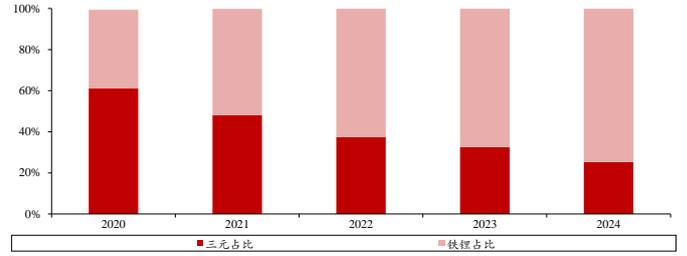
磷酸铁锂电池带动磷酸铁需求快速增长。一方面，2021年以来，国内动力电池销量及装机量保持高速增长。根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据，2020-2024年我国动力电池产量由83.4GWh提升至1096.8GWh，CAGR为90.43%；装车量由63.6GWh提升至548.4GWh，CAGR为71.36%。另一方面，磷酸铁锂电池基于循环寿命长、应用成本低等优势，在新能源汽车降本趋势下，渗透率快速提升。根据中国汽车动力电池产业创新联盟发布的数据，2024年中国的磷酸铁锂和三元电池的占比分别为74.6%和25.3%。

图表 22. 2020-2024 年我国动力电池销量及装机量数据



资料来源：中国动力电池产业创新联盟公众号，中银证券

图表 23. 2020-2024 年国内磷酸铁锂及三元电池份额变化



资料来源：中国动力电池产业创新联盟公众号，中银证券

预计 2025-2027 年新能源电池需求仍将带动磷矿石需求增加。根据中国化工信息中心数据，2022-2024 年磷酸铁锂、六氟磷酸锂占磷矿石消费比重由 6% 提升至 9%，我们认为，新能源产业的快速发展将继续带动工业级磷酸一铵和湿法净化磷酸需求增长。但增速方面，考虑到我国新能源汽车市场渗透率已达较高水平以及海外贸易政策带来的限制，或有所放缓。保守测算下，假设 2025-2027 年磷酸铁锂出货量增速为 30%、25%、20%，六氟磷酸锂出货量增速为 20%、18%、15%，将带动磷矿石需求分别为 902.29 万吨、1123.23 万吨、1343.98 万吨，占 2024 年磷矿石表观消费量比重分别为 7.60%、9.46%、11.31%。

图表 24. 动力电池有望继续带动磷矿石需求提升 (万吨)

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
磷酸铁锂出货量	43.55	106.34	167.09	257.27	334.45	418.06	501.68
Yoy(%)		144.37	57.20	45.24	30.00	25.00	20.00
六氟磷酸锂出货量	5.53	10.19	13.81	18.38	22.06	26.03	29.93
Yoy(%)	96.93	84.39	35.43	33.12	20.00	18.00	15.00
耗用磷矿石量	125.47	296.43	459.15	698.31	902.29	1123.23	1343.98
占 2024 年磷矿石表观消费量(%)				5.88	7.60	9.46	11.31

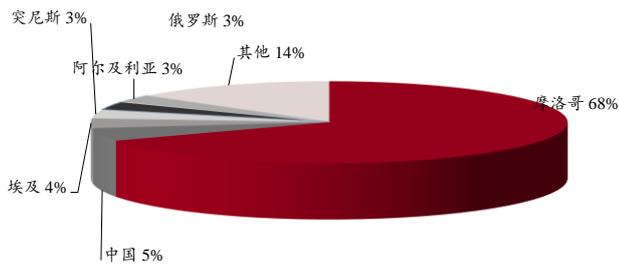
资料来源：WIND，百川盈孚，中银证券

注：磷酸铁锂单耗磷矿石按照 2.5 吨计算；六氟磷酸锂单耗磷矿石按照 3 吨计算

供给端：全球及我国磷矿石分布集中，具备稀缺属性

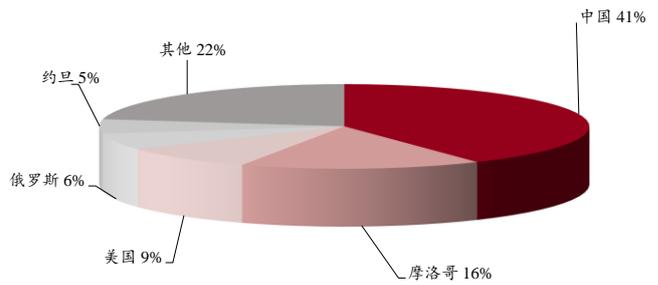
我国磷矿石储量占全球比重较低，但产量占比居世界首位。**储量：**全球磷矿石储量分布集中，我国储量虽排名第二，但占比不高。根据 USGS 数据，2023 年全球磷矿石储量约为 740 亿吨，其中摩洛哥储量约为 500 亿吨，占比 67.57%，我国储量约为 38 亿吨，占比 5.14%。**产量：**我国是磷矿石产量第一大国，根据 USGS 数据，2023 年全球磷矿石产量约为 2.2 亿吨，其中我国磷矿石产量约为 0.9 亿吨，占比 40.91%。根据百川盈孚，2024 年我国磷矿石有效产能同比减少 1.20% 至 1.19 亿吨，产量同比增长 10.66% 至 1.17 亿吨。

图表 25. 2023 年全球磷矿石储量分布



资料来源: USGS, 中银证券

图表 26. 2023 年全球磷矿石产量分布



资料来源: USGS, 中银证券

我国磷矿石分布不均匀。我国磷矿石资源主要分布在云南、贵州、四川、湖北四省, 根据自然资源部, 2022 年以上四省储量总和占国内比重为 92%。**我国磷矿石品位相对较差, 且存在过度开采问题。**根据蒋俊于 2014 年发表的《中低品位磷矿的开发利用途径》, 世界大部分国家磷矿石品位在 30% 左右, 我国富矿少、贫矿多, 品位大于 30% 的富矿占总储量为 7% 左右, 平均品位仅有 17%, 可开采储量平均品位为 23%, 是世界上磷矿石平均品位最低的国家之一。此外, 根据 USGS 数据, 2023 年我国磷矿石储采比为 42, 远低于世界平均水平 336。

磷矿石生产具有集中度高、上下游一体化程度高的特点。一方面, 磷矿石资源分布不均匀, 少数拥有磷矿资源的企业通过延伸下游产业链发展成为磷化工企业。磷矿石企业优先自供进一步降低了市场流通磷矿石占比, 对磷矿石价格形成支撑, 如川恒股份磷矿石外销占比由 2021 年的 42.5% 降低至 2023 年的 25.2%、云天化自 2021 年 7 月开始原则上不再对外销售磷矿石。另一方面, 近年来下游新能源企业积极向上游配套磷矿石资源, 如贵州开阳县正在建设中的永温磷矿 300 万吨/年项目, 其主要目的是为大坝田化工园区内的司尔特等新能源企业提供保障。

磷矿石具有稀缺战略资源属性, 政策规范约束其开发利用。我国政策对磷资源的开采利用主要聚焦于两个方面:

一是总量控制, 强调磷矿石的战略资源属性。磷元素对粮食生产具有重要作用, 早在 2002 年, 我国国土资源部将磷矿列为国民经济急缺的 20 种重要矿产资源之一, 2016 年我国将磷矿纳入战略性矿产资源并提出 1.5 亿吨/年左右的开采总量预期。在《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》中提出, 开发中低品位磷矿高效采选技术, 高效利用国内磷矿资源。

二是磷全产业链的高效环保利用。热法磷酸和磷铵是高耗能产业, 而湿法磷酸会以约 1:4.5-5.0 的比例副产磷石膏, 磷石膏的排放及堆存都会造成环境污染。因此, 政策鼓励高效开采磷矿石并推进磷全产业链的规范、高效利用, 如《推进磷资源高效高值利用实施方案》中提出, 严格有序投放磷矿矿业权, 支持“采、选、加”一体化的大型磷化工优势企业按照市场化原则取得矿业权, 在《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》、《2024-2025 年节能降碳行动方案》中均提出要严控黄磷、磷铵产能。

图表 27. 政策对磷资源的合理开采利用提出要求

政策文件	发布时间	发布部门	主要内容
《全国矿产资源规划（2016-2020年）》	2016年	国土资源部等六部门	将磷矿纳入战略性非金属矿产；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
《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》	2019年	生态环境部	指导湖北、四川、贵州、云南等7省（市）开展对磷矿石、磷化工、磷石膏的集中排查整治。明确对磷矿、磷化工、磷石膏库的重点整治内容
《关于深入打好污染防治攻坚战的意见》	2021年	国务院	持续打好长江保护修复攻坚战。持续开展工业园区污染治理、“三磷”行业整治等专项行动
《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	2022年	工信部等六部门	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；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”
《推进磷资源高效高值利用实施方案》	2023年	工信部等八部门	提出2026年磷资源高效高值利用总体目标；严格有序投放磷矿矿业权，支持“采、选、加”一体化的大型磷化工优势企业按照市场化原则取得矿业权；促进磷矿资源节约利用，鼓励磷矿生产企业贫富兼采，推进中低品位磷矿及尾矿综合利用
《2024-2025年节能降碳行动方案》	2024年	国务院	严控磷铵、黄磷等行业新增产能

资料来源：中国政府网，国土资源部，自然资源部，生态环境部，新华社，工业和信息化部，国务院，中银证券

政策指导下，一体化企业有望受益。我们认为，在环保法规标准、能耗水平、资源利用要求持续升级的背景下，具有上游磷矿石资源及下游磷化工产业的一体化企业具有产能及产业链协同优势，同时中小企业的开采、利用成本或将抬升。**在资源开采方面：**政策鼓励“采、选、加”一体化的大型磷化工按照市场化原则取得采矿权，云南、贵州、湖北、四川等产磷大省明确要求新建磷矿开采装置生产能力必须大于50万吨/年。**在资源利用方面：**以磷石膏消纳为例，根据国际磷肥协会数据，世界平均磷石膏综合利用率不足30%，而根据崔荣政等的《2023年我国磷石膏综合利用情况及产业发展现状分析》，2023年我国磷石膏产量同比增长5.2%至8,100万吨，综合利用率已达到55.6%。在《推进磷资源高效高值利用实施方案》、《磷石膏综合利用行动方案》等政策规范下，到2026年，我国磷石膏消纳量与产生量要实现动态平衡，各省也相继出台具体磷石膏消纳定量政策。磷石膏综合利用的难点在于利用附加值低、经济性差，我国利用方式以传统的水泥缓凝剂和石膏建材为主，优秀企业通过一体化及配套无害化处理装置，优势较中小企业进一步提升。

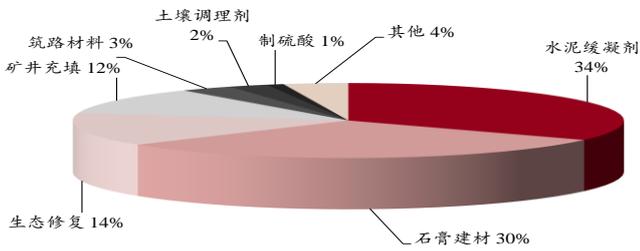
图表 28. 中央及地方对磷石膏相关政策梳理

省份/部门	文件	发布日期	要求
工信部等七部门	《磷石膏综合利用行动方案》	2024年3月	到2026年，磷石膏综合利用率达到65%，综合消纳量与产生量实现动态平衡，建成一批磷矿石综合利用示范项目，培育一批专业化龙头企业，在云贵川鄂皖等地打造10个磷石膏综合利用特色产业基地
贵州省	《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》	2024年5月	到2026年，全省新增磷石膏无害化处理率达到100%，综合消纳量与产生量实现动态平衡
云南省	《关于印发云南省全面推进磷石膏综合利用工作方案的通知》	2023年12月	到2025年，全省磷石膏综合利用率达到75%，综合消纳量与产生量实现动态平衡，存量磷石膏有序消纳（云天化集团2023-2025年利用率指标分别为55%、65%、75%）
湖北省	《关于印发〈湖北省深入打好长江保护修复攻坚战三年行动实施方案〉的通知》	2023年3月	确保2025年底前新产生的磷石膏全部实施无害化处理。2025年全省磷石膏综合利用率达到65%
四川省	《四川省磷石膏综合利用实施方案》	2024年11月	到2026年，磷石膏无害化处理和综合利用水平大幅提升，磷石膏综合利用产品更加丰富，利用途径有效拓宽，综合利用率超过国家要求，综合消纳量与产生量实现动态平衡，在有条件的地方，逐步消纳历史堆存

资料来源：中国政府网，工信部。贵州省人民政府，云南省工信厅，湖北省生态环境厅，达州市达川区人民政府，中银证券

注：综合消纳量包括综合利用量及无害化处理量

图表 29. 2023 年我国磷石膏利用方式占比



资料来源:《2023 年我国磷石膏综合利用情况及产业发展现状分析》崔荣政等, 中银证券

图表 30. 优势龙头企业磷石膏消纳措施

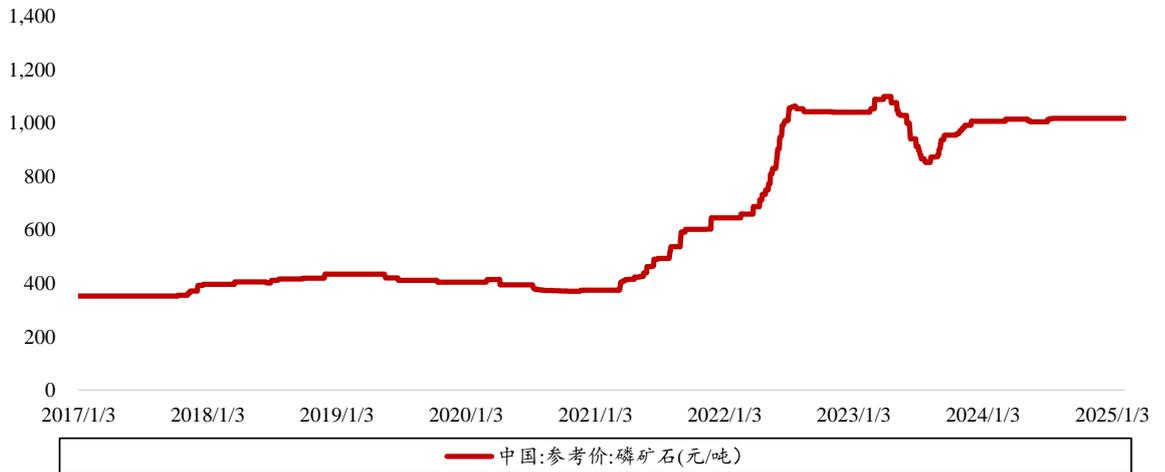
公司	项目
湖北祥云	祥云集团采用“浓密+多级水洗+碱洗”工艺。新建 5×100 万吨磷石膏无害化改性项目。一期工程于 2021 年 12 月投产, 磷石膏无害化处置量可达到每年 230 万吨
湖北宜化	通过独资、合资等方式累计建成建筑石膏粉、水泥缓凝剂等磷石膏综合利用装置 12 套, 总处理能力达 385 万吨/年, 综合利用率达到 60% 以上
贵州磷化集团	2024 年 3 月, 公司投建的全球最大磷石膏分解制硫酸联产水泥装置一次性投料试车成功, 该装置可每年消耗磷石膏 140 万吨、生产硫酸 60 万吨和水泥 80 万吨
云天化	将磷石膏与生态修复项目结合, 2023 年完成磷石膏处置率 50% 目标

资料来源: 公司公告, 贵州省政府官网, 湖北日报, 中国化工报, 中银证券

2025-2027 年或有较多磷矿石产能增量释放, 实际投产进度有待观察

供需紧平衡下, 2022 年以来磷矿石价格维持在较高水平。2021 年及之前, 磷矿石供给相对过剩, 价格始终维持在 300 元/吨-400 元/吨左右。2021 年开始新能源需求带动磷矿石需求增长, 供给端因环保政策、矿山减产等因素有所收缩, 供需关系逐渐趋于紧张, 推动磷矿石价格上涨。根据百川盈孚, 2021、2022、2023、2024 年国内磷矿石市场参考价分别为 498.26 元/吨、898.51 元/吨、990.13 元/吨、1013.52 元/吨, 2025 年 2 月 7 日, 国内磷矿石市场参考价格为 1018.00 元/吨, 处于 2017 年至今的 81.80% 分位。

图表 31. 2022 年以来国内磷矿石价格维持在较高水平



资料来源: 万得, 中银证券

同时, 磷矿石价格上涨带动磷化工产业链多产品涨价, 但产业链利润多留存于磷矿石开采环节, 具有磷矿石资源的企业受益最大。根据百川盈孚统计, 截至 2024 年 12 月, 在规划或建设中的磷矿石项目较多, 预计 2025-2027 年分别新增产能 2285 万吨、3030 万吨、580 万吨, 较 2024 年 12 月国内产能分别增加 11.75%、15.58%、2.98%。若全部如期投产, 国内磷矿石产能或将面临较大增量。

梳理在建项目，产能投放的时间进度及经济性或不及预期。考虑到前文所述，国内磷矿石品位下降及日趋严格的环保政策约束下，新增项目是否能够形成有效产能及有效产能的形成时间仍需进一步观察。此外，通过对当前项目的梳理，可以发现：1) 新建项目中多为地下开采，且其中包含较多低品位磷矿。随着露天矿山整治工作推进，部分省份如四川已明确不再新建露天磷矿山，而原有露天磷矿开采完毕后，新建项目以地下开采为主。同时，根据项目资源储量评审意见，新建项目中包含部分品位较低磷矿。2) 部分项目为原有磷矿贫化、开采完毕或退出后的接续项目，实际上涉及原有产能的退出。如龙蟒磷化工磷矿 60 万吨/年项目为原避让退出项目复产、福泉磨坊深部磷矿为原露天磷矿开采完毕后的接续项目、徐家河磷矿为露天磷矿开采完毕后转入地下开采。综合来看，新增产能或低于预期，且即使在如期建成投产的情况下，磷矿开采成本或较原有项目不具备优势。

定量来看，对新建项目进行如下假设并筛选：1) 部分项目有明确投产进度规划，或者由大型磷矿石企业/上市公司推进，认为这类项目可靠程度较高，预计能够如期推进。2) 部分项目于几年前进行环评备案或通过环评审批，但截至 2025 年 3 月 30 日未有项目招标及建设信息，根据胡敏等的《我国磷矿产业现状与发展趋势》，新建矿山需要 3-5 年才能投产，且投产后需要 1-2 年完成爬坡，保守预计这些项目能够在三年内推进。3) 部分项目虽早有建设计划，但截至 2025 年 3 月 30 日尚未任何公示程序，且无开工建设信息，对这类项目进行剔除。最后得汇总信息如下：

图表 32.磷矿石在建产能情况梳理

企业	项目	省份	预计新增产能	当前阶段
马边无穷矿业有限公司	丁家磷矿（二期）	四川省	90 万吨	2025 年 3 月具备试运行条件
和邦生物	马边烟峰磷矿	四川省	100 万吨	预计于 2025 年初投产
会东金川磷化工有限责任公司	大桥磷矿区大黑山矿	四川省	30 万吨	预计于 2025 年一季度完成主体施工
四川峨边华竹沟矿业开发有限公司	华竹沟磷矿	四川省	60 万吨	2024 年 6 月探矿权审批
贵州中泰丰晟化工有限公司	丰晟磷矿	贵州省	10 万吨	2022 年通过环评审批
瓮安县天一矿业有限公司	瓮安县玉华乡老虎洞磷矿	贵州省	500 万吨	预计 2026 年 7 月投产，2029 年达到 500 万吨建设产能标准
马边福马磷化有限公司	麦子坪矿区北矿段	四川省	120 万吨	2020 年 7 月采矿权审批
乐山市金口河金开源矿业有限公司	椒子岗磷矿	四川省	50 万吨	2021 年环评审批
云南弥勒市磷电化工有限责任公司（澄星股份）	宜良老湾箐磷矿	云南省	50 万吨	截至 2024 年 6 月，公司正在办理相关权证延期、变更手续
瓮福(集团)有限责任公司	福泉磨坊深部磷矿	贵州省	150 万吨	2020 年 12 月环评审批（原有露天开采完毕）
宝鸡景福山矿业有限公司	福山磷矿	陕西省	10 万吨	截至 2024 年 12 月，招募建设采掘合作方
贵州芭田生态工程有限公司（芭田股份）	小高寨磷矿	贵州省	290 万吨	一期 200 万吨于 2025 年 2 月下发《安全生产许可证》，二期 90 万吨预计于 2025 年年底建设完成
宜昌圆融矿业有限公司	七里冲磷矿	湖北省	90 万吨	计划于 2024 年 10 月开工
湖北宜化江家墩矿业有限公司	江家墩矿东矿段	湖北省	150 万吨	2024 年 8 月二采区井巷基建工程举行开工仪式
云南磷化集团有限公司	肖家营磷矿	云南省	80 万吨	2024 年 9 月仍处于项目建设招标阶段
昆明秉性遐昌矿业有限公司	禄劝县转龙磷矿	云南省	45 万吨	2024 年 11 月矿建及生产采剥工程中标
浏阳市永和镇磷矿	永和镇磷矿四眼塘采区	湖南省	10 万吨	2022 年环评审批
石门远固建材有限公司	朱家湾磷矿	湖南省	10 万吨	2021 年环评审批
四川龙蟒磷制品股份有限公司（川发龙蟒）	龙蟒磷化工磷矿	四川省	60 万吨	为复工复产，积极推进中
贵州两岔河矿业开发有限公司	两岔河磷矿北采区	贵州省	50 万吨	2024 年已开始下掘

资料来源：各公司环评，各公司公告，贵州省发改委，四川省发改委，贵州省自然资源厅，四川省自然资源厅，云南省自然资源厅，贵阳市生态环境局，乐山市生态环境局，黄冈市经济和信息化局，黔南布依族苗族自治州生态环境局，凉山彝族自治州人民政府，雷波县自然资源局，峨边彝族自治县人民政府，开阳县人民政府，贵州省建设项目环境影响评价公示系统，金正大国际官网，招标与采购网，每经网，和邦生物投资者互动平台，云图控股投资者互动平台，贵州日报，四川蜀能矿产有限责任公司官网，盯工程，华声在线，路桥物资采购平台，金诚信矿业管理股份有限公司官网，湖北省黄麦岭控股集团有限公司官网，中化商务，百川盈孚，中国电建官网，四川省地址矿产勘察开发局第七地质大队，湖北公信安全科技有限公司，爱企查，云南磷化集团海口磷业有限公司官网，中银证券

续图表 32.磷矿石在建产能情况梳理

企业	项目	省份	预计新增产能	当前阶段
雷波县锦新矿业开发有限责任公司	莫红磷矿	四川省	22 万吨	2023 年 10 月环评备案
余庆士春矿产有限责任公司	余庆县洞沟磷矿	贵州省	10 万吨	截至 2023 年 11 月处于勘探阶段，目前无环评及项目开工信息
湖北省黄麦岭磷化工有限责任公司	徐家河磷矿	湖北省	150 万吨	2025 年 3 月进入井建施工阶段
湖北中孚化工集团有限公司	丁东磷矿	湖北省	50 万吨	2021 年通过安全预评价，目前无环评及项目开工信息
宜昌鸿泰磷化有限公司	南沟磷矿	湖北省	50 万吨	截至 2024 年 5 月项目立项，目前无环评及项目开工信息
宁南鑫沅矿业开发有限公司	大垭口磷矿	四川省	15 万吨	2023 年 12 月环评拟审批，目前无环评及项目开工信息
雷波县华瑞矿业有限公司	卡哈洛磷矿	四川省	380 万吨	截至 2024 年 7 月处于勘探阶段
云南天裕矿业有限公司	西二磷矿	云南省	52 万吨	预计于 2025 年建成
华宁源泉亨通矿业开发有限公司	小黑者磷矿	云南省	70 万吨	2022 年 11 月环评受理
四川蜀能矿产有限责任公司	老河坝矿区三号矿块磷矿	四川省	100 万吨	预计 2027 年 Q2 建成
贵州丰泰矿业有限公司	开阳双山坪磷矿	贵州省	50 万吨	2023 年环评受理
云南磷化集团有限公司	昆阳磷矿	云南省	200 万吨	预计 2025 年 1 月投产
荆门市放马山中磷矿业有限公司	莲花山磷矿	湖北省	150 万吨	2022 年 7 月开工建设
湖北祥云(集团)化工股份有限公司	高峰磷矿	湖北省	180 万吨	预计 2027 年 10 月前取得安全生产许可证并量产
贵州金洋矿业有限公司	开阳洋水矿区西翼深部磷矿	贵州省	200 万吨	2024 年 4 月首次环评信息公开
贵州路发实业有限公司(司尔特)	永温磷矿	贵州省	300 万吨	2024 年 12 月环评信息公开
雷波凯瑞磷化工有限责任公司(云图控股)	四川省雷波县牛牛寨北磷矿区东段	四川省	400 万吨	2023 年 8 月正式动工建设
雷波凯瑞磷化工有限责任公司(云图控股)	阿居洛呷磷矿	四川省	290 万吨	2024 年 10 月探矿权转采矿权，公司正在规划建设磷矿采选工程项目
四川发展天盛矿业有限公司	小沟磷矿	四川省	550 万吨	预计 2028 年投产
贵州金兴矿业有限公司(金正大)	马路槽磷矿	贵州省	200 万吨	计划于 2025 年上半年建成投产
贵州胜有福矿业有限责任公司	榜上磷矿	贵州省	200 万吨	预计到 2025 年底可达到矿山开采设计要求，验收完成后将按照 200 万吨/年的开采量开采
瓮福(集团)有限责任公司	福泉英坪深部磷矿	贵州省	200 万吨	预计 2026 年投产
贵州福麟矿业有限公司	鸡公岭磷矿	贵州省	250 万吨	预计 2028 年建成
雷波明信实业发展有限公司	四川省雷波县西谷溪磷矿	四川省	300 万吨	2024 年在建设中
贵州时代矿业有限公司	大坪磷矿	贵州省	450 万吨	2024 年 11 月获得建设用地批复
云南磷化集团海口磷业有限公司	白塔村磷矿	云南省	130 万吨	2023 年 5 月环境影响报告书第一阶段公示
贵州黔源地质勘察设计有限公司(川恒股份)	老寨子磷矿	贵州省	180 万吨	预计 2027 年底投产，2028 年底达产

资料来源：各公司环评，各公司公告，贵州省发改委，四川省发改委，贵州省自然资源厅，四川省自然资源厅，云南省自然资源厅，贵阳市生态环境局，乐山市生态环境局，黄冈市经济和信息化局，黔南布依族苗族自治州生态环境局，凉山彝族自治州人民政府，雷波县自然资源局，峨边彝族自治县人民政府，开阳县人民政府，贵州省建设项目环境影响评价公示系统，金正大国际官网，招标与采购网，每经网，和邦生物投资者互动平台，云图控股投资者互动平台，贵州日报，四川蜀能矿产有限责任公司官网，盯工程，华声在线，路桥物资采购平台，金诚信矿业管理股份有限公司官网，湖北省黄麦岭控股集团有限公司官网，中化商务，百川盈孚，中国电建官网，四川省地址矿产勘察开发局第七地质大队，湖北公信安全技术有限公司，爱企查，云南磷化集团海口磷业有限公司官网，中银证券

在此基础上，若项目未有特别说明，假设新增项目产能爬坡期为一年，即投产当年释放规划产能的 50%，第二年即达到规划产能的 100%。经过梳理，我们预计 2025-2027 年磷矿石新增产能分别为 649.75 万吨、1366.00 万吨、1559.58 万吨，占 2024 年底我国磷矿石产能比例分别为 3.34%、7.02%、8.02%。综合来看，我们认为，在建磷矿石产能项目的建设投产进度或不及预期，有待进一步观察，同时，在项目投产顺利情况下，2025 年新增磷矿石产能较少，磷矿景气度或可持续至 2026 年及以后。

云天化磷矿资源位于行业前列，未来仍存增量预期

云天化磷矿石资源量行业居前，未来仍存增量预期。截至 2024 年底，公司拥有磷矿储量近 8 亿吨，磷矿石原矿生产能力 1450 万吨/年，位于市场前列。此外，公司参股公司聚磷新材（云天化集团控股）以 8 亿元竞得云南镇雄西安碗厂磷矿普查探矿权，公司已和云天化集团签订《托管协议》，云天化集团将聚磷新材 55% 的股权委托公司管理，云天化集团承诺在聚磷新材取得合法有效的采矿许可证 3 年内，在满足相关条件下将聚磷新材的控制权注入公司。根据镇雄县人民政府，碗厂磷矿勘探项目于 2024 年 9 月 10 日正式启动，预计于 2026 年 6 月完成探矿权转采矿权。随着镇雄碗厂磷矿勘探工作有序推进，未来公司磷矿资源有望进一步扩充。

图表 33. 云天化磷矿石产量、储量居行业前列（万吨）

公司	2023 年磷矿石产能	2023 年产量	在建产能	远期产能
贵州磷化（瓮福+开磷）	1700	1540		1700
云天化	1450	1290		增量来自镇雄磷矿
兴发集团	585	337		585
川发龙蟒	350	190	60	410
川恒股份	300	299	250（鸡公岭磷矿） +180（老寨子磷矿）	730

资料来源：各公司公告，胡敏《我国磷化工产业发展现状及趋势》，中银证券

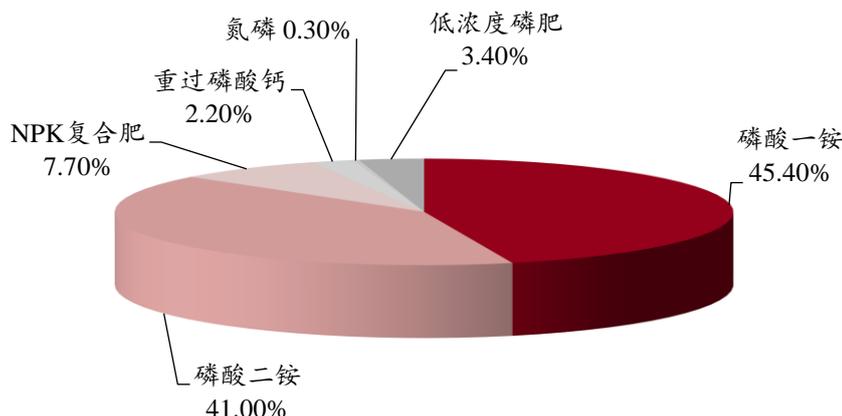
注：数据不包含各公司参股公司的磷矿石产能、产量

磷肥：出口调节国内供需，公司为国内磷肥领军企业

供给端：国内产能保持缩减，集中度处于较高水平

磷铵为磷肥主要品种。磷肥包括磷酸一铵（MAP）、磷酸二铵（DAP）、NPK 复合肥、重过磷酸钙、硝酸磷肥等，根据王莹等的《2023 年我国磷复肥行业运行情况及发展趋势》，2023 年我国磷铵产量同比增长 5.8% 至 1395.4 万吨，占磷肥总产量的 86.4%。

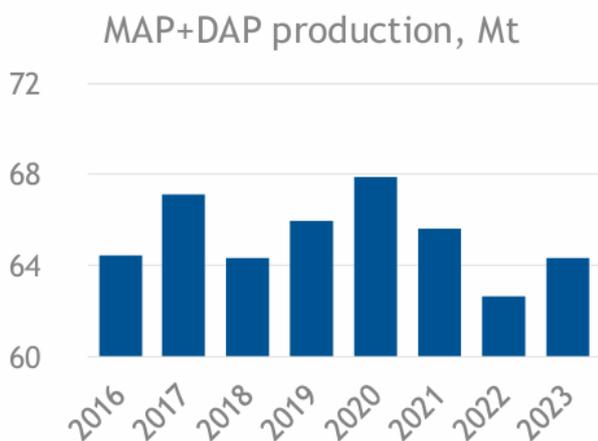
图表 34. 2023 年磷铵占我国磷肥产量比重达 86.4%



资料来源：中商产业研究院，中银证券

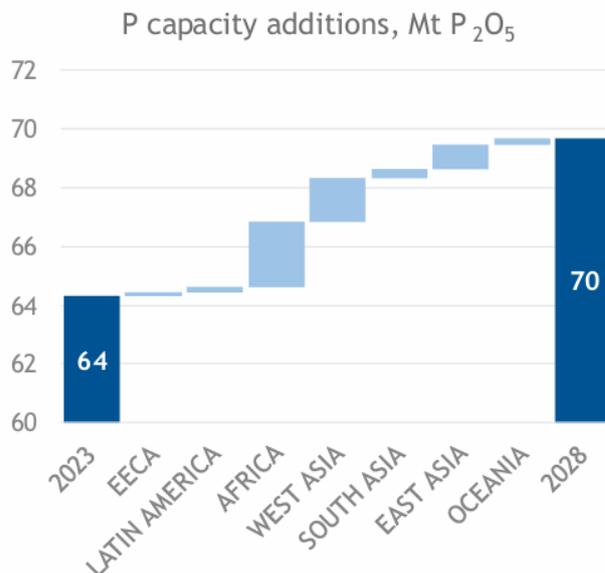
全球产能有序增加，增量主要集中在 2026-2027 年。根据国际化肥协会（IFA）数据，2023 年全球磷酸一铵、磷酸二铵产量同比增长 3% 至 6430 万吨（非折 P_2O_5 ），较 2020 年高点有所下滑。IFA 预计，至 2028 年全球磷肥产能将增长至 7060 万吨，2023-2028 年复合增速为 1.89%，其中主要增量来源于 2026、2027 年摩洛哥及沙特阿拉伯投建的产能项目。从在建项目规划上看，近年来国际磷肥巨头企业中有明确扩产计划的仅有摩洛哥磷酸盐集团（OCP Group）的三条过磷酸钙产线，建成后每条产线产能将达到 100 万吨 DAP 当量。

图表 35. 2023 年全球磷铵产量小幅增长



资料来源：IFA，中银证券

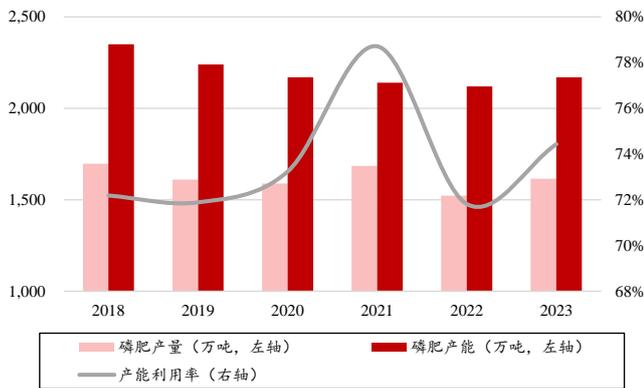
图表 36. 2028 年磷肥产量有望增加至 7000 万吨以上



资料来源：IFA，中银证券

国内磷铵产能逐年缩减，产量与出口情况保持同频共振。在供给侧改革、环保治理等政策的推进下，2018-2023年我国磷肥产能总体保持缩减趋势，根据王莹等的《我国磷复肥行业运行情况及发展趋势》系列报告（2018-2023年），2018-2023年我国磷肥产能（折 P_2O_5 ）自2350万吨下降至2170万吨，期间产量有所波动，产能利用率维持在70%-80%区间。在国内农需磷肥基本稳定的前提下，国内磷肥产量的增/减量主要体现为出口的增/减，2018-2023年国内磷肥产量与出口情况保持同频变动，2023年我国磷肥产量（折 P_2O_5 ）为1615.1万吨（yoy+6.1%），出口量（折 P_2O_5 ）416.7万吨（yoy+25.8%）。

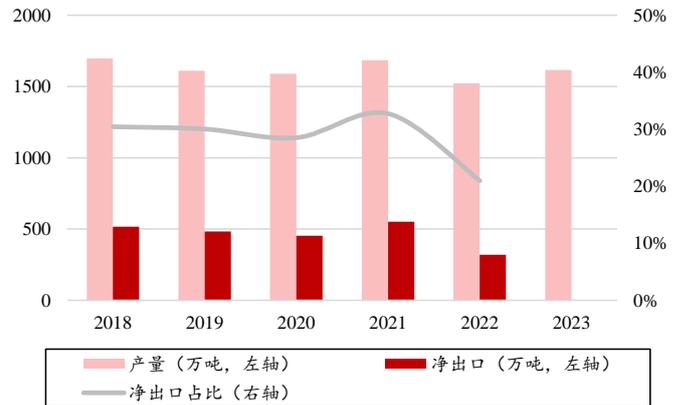
图表 37. 2018-2023 年我国磷肥产能、产量、产能利用率



资料来源：王莹等《我国磷复肥行业运行情况及发展趋势》系列报告（2018-2023年），中银证券

注：磷肥产能、产量均折算为 P_2O_5

图表 38. 我国磷肥产量与净出口情况保持同步变动



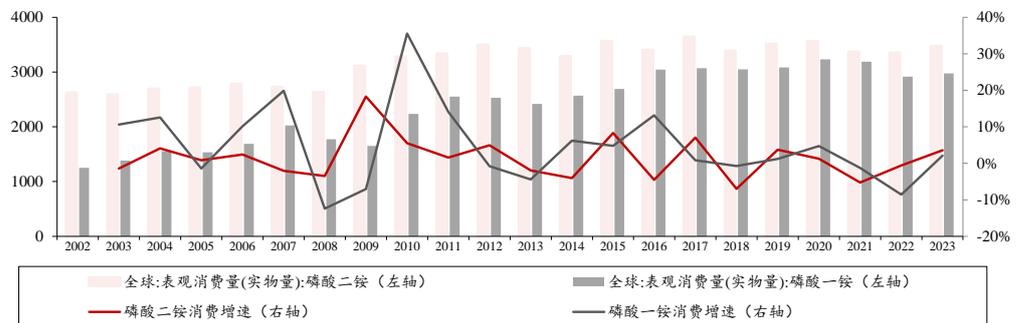
资料来源：王莹等《我国磷复肥行业运行情况及发展趋势》系列报告（2018-2023年），中银证券

注：磷肥产量、净出口量均折算为 P_2O_5

需求端：国内消费保持稳定，出口为主要变量

全球磷肥消费仍将维持稳健增长。根据 IFA 数据，2002-2023 年全球磷肥表观消费量（实物量）总体保持稳步提升趋势，磷酸二铵表观消费量（实物量）由 2621.58 万吨提升至 3467.88 万吨，CAGR 为 1.34%；磷酸一铵表观消费量（实物量）由 1249.95 万吨提升至 2977.34 万吨，CAGR 为 4.22%。2021、2022 年由于磷肥价格上涨明显，表观消费量同比有所降低，2023 年随着价格趋于正常化，磷酸二铵、磷酸一铵消费出现一定反弹，分别同比+3.55%、+2.08%。IFA 在 2024 年中期报告中预测，2024-2028 年全球磷肥表观消费量复合增长率为 1.94%，中期内仍保持稳健增长。

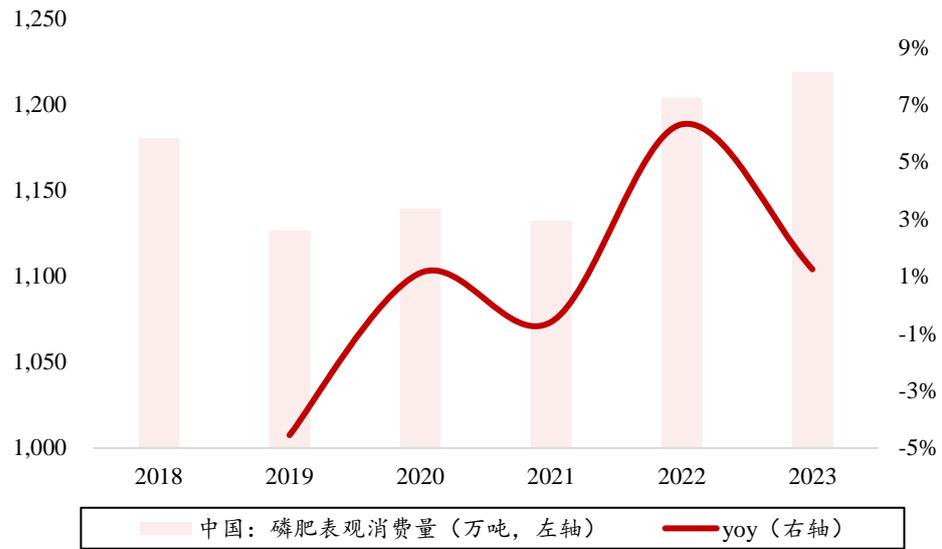
图表 39. 2002-2023 年我国磷酸一铵、磷酸二铵表观消费量（万吨）



资料来源：IFA，中银证券

国内化肥减量工作推进，磷肥表观消费量保持稳定。国内施用量方面，2015 年开始，国内农业农村组织《〈到 2020 年化肥使用量零增长行动方案〉推进落实方案》，2022 年再次发布《到 2025 年化肥减量化行动方案》，在保证粮食产量的前提下，通过优化施肥结构、提高化肥利用效率等方式实现化肥使用量下降。根据王莹等的《我国磷复肥行业运行情况及发展趋势》系列报告（2018-2023 年），2018-2023 年我国磷肥表观消费量总体维持稳定趋势，2023 年我国磷肥表观消费量（折 P_2O_5 ）为 1219 万吨，同比上升 1.25%。

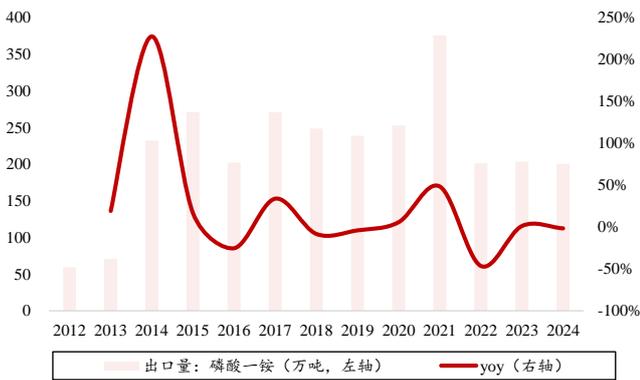
图表 40. 2018-2023 年我国磷肥表观消费量及增速



资料来源：王莹等《我国磷复肥行业运行情况及发展趋势》系列报告（2018-2023 年），中银证券
注：磷肥表观消费量折算为 P_2O_5

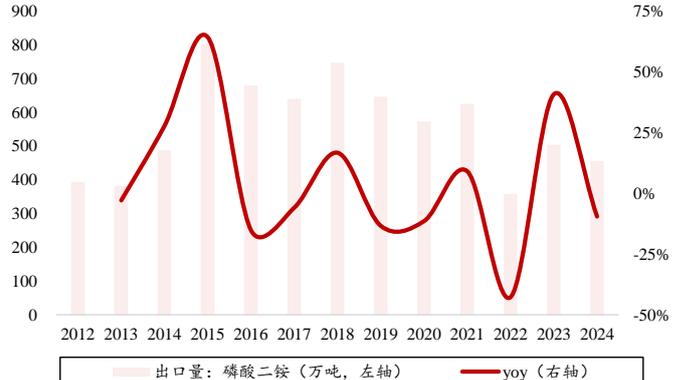
我国是磷肥出口大国，法检政策调控出口强度。自 2007 年我国实现磷肥自给自足以来，始终保持磷肥净出口，2018-2023 年磷肥出口量占比保持在 20% 以上。2018-2020 年我国磷肥出口量（折 P_2O_5 ）一直在 450 万吨-550 万吨之间，2021 年在全球粮食供应受到冲击、国际粮价大幅提升背景下，我国磷肥出口量同比提升 19.8% 至 571.4 万吨（折 P_2O_5 ），达到近年峰值。出于保障国内粮食安全目的，2021 年 10 月开始我国化肥出口实施法检政策，2022 年我国磷肥出口量大幅减少，此后维持稳定。根据海关总署数据，2024 年我国磷肥（磷酸一铵）出口量为 200.48 万吨，同比-1.55%；磷肥（磷酸二铵）出口量为 456.00 万吨，同比-9.52%。

图表 41. 2012-2024 年我国磷酸一铵出口量



资料来源：海关总署，中银证券

图表 42. 2012-2024 年我国磷酸二铵出口量



资料来源：海关总署，中银证券

2025 年磷肥出口有望维持稳定。2025 年 2 月 8 日，国家发展改革委员会印发《关于做好 2025 年春耕及全年化肥保供稳价工作的通知》，发改委表示，目前国内化肥生产稳定、流通顺畅、储备充足、价格处于相对合理水平，并要求各地方、企业和协会从多方面着手，确保春耕化肥供应充足、肥价基本平稳，满足农业生产用肥需要。2025 年磷肥出口政策将延续以国内需求为核心的总基调，并根据国内供应及市场情况灵活调整，有望在 2024 年的基础上维持相对稳定。

图表 43. 《关于做好 2025 年春耕及全年化肥保供稳价工作的通知》内容梳理

方面	主要内容
总体要求	确保化肥供应充足、价格稳定，保障春耕及全年农业生产顺利进行
生产	相关企业落实最低生产计划；支持环保绩效先进的化肥企业充分利用生产能力；提高原材料和能源供应能力，保障磷矿稳定生产和磷矿石跨省顺畅流通
运输	加强运输协调和产销对接，促进化肥高效流通
储备	加强化肥储备管理，充分发挥储备功能
进出口	加强化肥进出口服务管理，维护进出口秩序
监管	加强化肥市场监管，维护良好市场环境
施用	加强农化服务，推进科学施肥

资料来源：国家发改委经贸司，中银证券

综合来看，全球磷肥产能有序扩张，消费需求随人口及耕地面积保持稳步增长，短期内供需紧平衡局面有望维持。国内方面，在环保治理、化肥减量工作的推进下，近年来供需两端均呈现一定缩减趋势，出口是影响国内供需平衡的重要变量。此外，从价格端看，国内磷肥价格较国际价格长期以来存在一定价差，主要系国内磷肥企业多为国有企业，在粮价较低或用肥旺季优先响应国内“保供稳价”。因此，我们认为未来磷肥景气度情况需要关注出口政策，在出口法检政策不出现明显趋严的情况下，磷肥价格有望保持在较高区间。

云天化市场份额领先，盈利能力具有优势

磷肥生产集中度较高，云天化市场份额位居国内首位。磷肥依赖上游资源禀赋，市场份额主要集中在云、贵、川、鄂地区的大型磷化工企业。根据百川盈孚，2024 年磷酸一铵产能 CR3 为 28.67%，磷酸二铵产能 CR3 为 62.30%。根据中国磷复肥工业协会数据，2023 年磷肥总产量前四家公司分别为云天化集团有限责任公司、贵州磷化（集团）有限责任公司、湖北宜化集团有限责任公司和云南祥丰集团有限责任公司，四家企业合计产量占行业总产量比重达 43.9%。

图表 44. 2023 年我国磷肥行业主要企业产量及份额

公司	P ₂ O ₅ 产量 (万吨)	份额 (%)
云天化集团	309.5	19.16
贵州磷化（集团）	212.9	13.18
湖北宜化集团	95.2	5.89
云南祥丰实业集团	91.7	5.68
湖北祥云（集团）	88.5	5.48
新洋丰	88.2	5.46
湖北鄂中生态工程	54.0	3.34
湖北兴发化工集团	51.5	3.19
湖北三宁	49.0	3.03
四川发展龙蟒	47.4	2.93

资料来源：王莹等《2023 年我国磷复肥行业运行情况及发展趋势》，中银证券

渠道、品牌领先，打造国内化肥领军企业。公司拥有完善的销售渠道布局，国内磷肥年销售量约占国内总施用量的 28%，同时在美国、中东、东南亚等地均设有销售公司，全球范围内拥有 1 万余个加盟商和分销商，磷肥出口量占国内比重在 1/3 左右。品牌方面，公司经过多年深耕，拥有“金沙江”“云天化”“三环”“金富瑞”“红磷”“云峰”等近 20 个国内外知名品牌，产品拥有一定的美誉度和溢价能力。

凭借产业链一体化配套能力，公司磷肥产品盈利表现优于行业。公司拥有采矿、磷酸、磷肥的全产业链，增厚磷肥产品盈利能力。对比 2020-2023 年期间公司磷肥产品单吨盈利水平及行业磷肥产品单吨盈利水平（取自百川盈孚），2020-2023 年磷酸一铵单吨毛利分别为 594 元/吨、992 元/吨、1266 元/吨、1057 元/吨，分别较行业高 335 元/吨、606 元/吨、1091 元/吨、807 元/吨；磷酸二铵单吨毛利分别为 686 元/吨、846 元/吨、1026 元/吨、1095 元/吨，分别较行业高 355 元/吨、618 元/吨、1127 元/吨、873 元/吨。

未来公司磷肥业务有望保持稳健发展。近年来国内磷肥行业产能小幅缩减，行业集中度有所提升，公司亦无新增产能建设，我们预计未来公司产量、销量保持相对稳定。作为磷肥行业龙头，依靠规模优势和上游资源配套，公司成本具备优势，我们判断未来公司磷肥盈利能力保持相对高位，磷肥业务为公司重要且稳定的业绩来源。

复合肥及尿素：供给宽松下价格处于较低水平，期待后续回暖

复合肥：科学施肥理念推动下，肥料复合化率有持续提升空间

根据所含营养元素数量不同，化肥可以分为单质肥料和复合肥料，单质肥料包括氮肥、磷肥、钾肥，复合肥料是含有氮、磷、钾三种营养元素中的两种及以上且可以标明含量的化肥，通过对氮、磷、钾、其他元素和有机的配比，满足作物的营养需求。上游原材料及下游农需等影响复合肥行业市场规模及盈利水平。

图表 45. 不同化肥品种功效

肥料	产品	功效
氮肥	尿素、碳酸氢铵、硝酸铵、氯化铵等	促进植物光合作用、提高作物产量
磷肥	磷酸一铵、磷酸二铵、硝酸磷等	促进作物分蘖、催熟
钾肥	氯化钾、硫酸钾等	促进植物体内酶活化，使作物具备抗倒伏、抗旱、抗寒、抗病虫害等特点
复合肥	常规肥、配方肥、功能肥等	复合肥产品可同时提供多种营养元素，并能提高作物产量、改良土壤、减轻农业面源污染、肥料利用率高

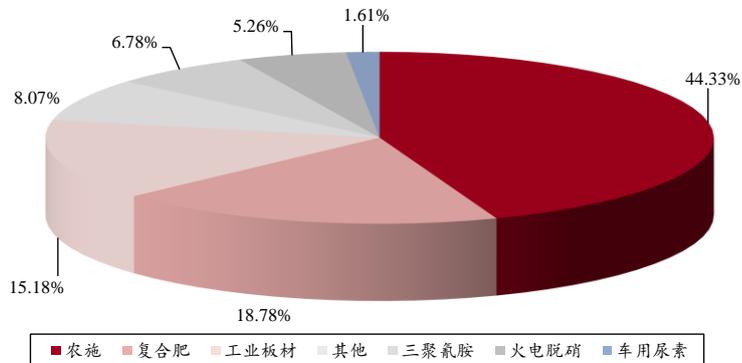
资料来源：红四方招股说明书，中银证券

国内肥料复合化率水平有望保持长期上升趋势。近年来随着科学施肥、平衡施肥的理念推广，我国复合肥施用量增速高于单质肥料，化肥复合率呈现持续提升趋势。根据智研咨询数据，2016-2023 年我国农用复合肥施用量（折纯）由 2207.07 万吨提升至 2360.22 万吨，肥料复合化率由 36.88% 提升至 47.00%。根据红四方招股说明书，国际化肥复合化率水平在 50% 左右，发达国家复合化率在 70%-80%，我国复合化率仍有提升空间。我们认为，随着科学施肥、绿色施肥等概念的普及和复合肥产业的发展，我国肥料复合化率有望继续保持提升。

尿素：供给趋于宽松，2025 年关注新产能投产情况及出口政策

尿素为氮肥主要品种，主要应用于农业生产。氮肥主要包括尿素、碳酸氢铵、硝酸铵、硫酸铵、氯化铵等，其中尿素为含氮量最高、施用量最广泛的氮肥品种。根据卓创资讯，2024 年我国尿素消费量为 6100 万吨，同比增长 5.81%，增长主要来自于农需释放及高塔复合肥转产掺混肥。从下游消费结构看，尿素主要应用于农业生产，下游最主要需求来自农业直施、复合肥，其次为工业板材等。根据百川盈孚，2023 年尿素下游需求中农业直施、复合肥、工业板材占比分别为 44.33%、18.78%、15.18%。

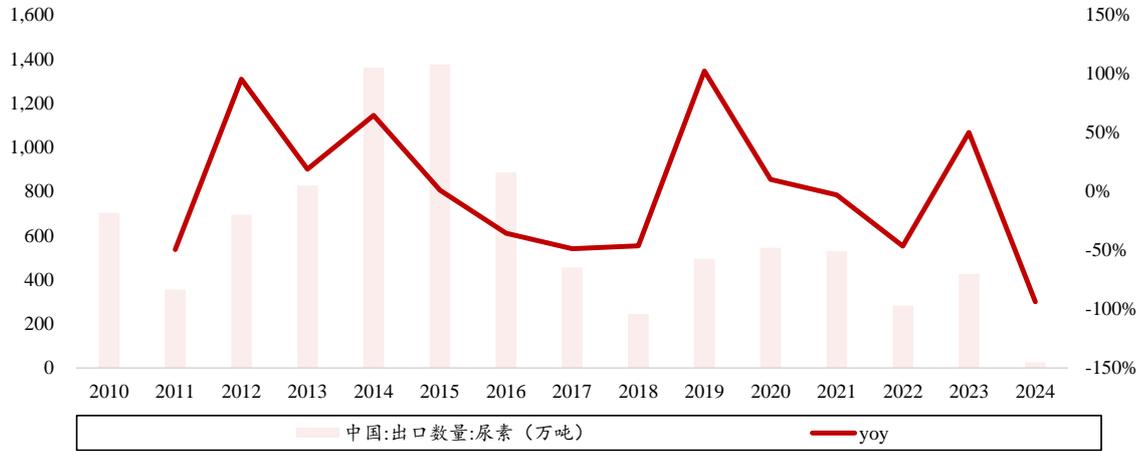
图表 46. 农业施用为尿素主要下游应用



资料来源：百川盈孚，中银证券

2024 年出口法检政策较为严格，出口创历年新低。与磷肥相似，尿素价格受到出口法检政策调节。2023 年四季度国内尿素企业库存水平较低，出于保供稳价考虑，2023 年 11 月开始国内尿素出口贸易受到较为严格的管控，严格的出口政策贯穿 2024 年全年。根据海关总署数据，2024 年国内尿素出口量为 26.06 万吨，同比下降 93.87%，为近十几年内新低。

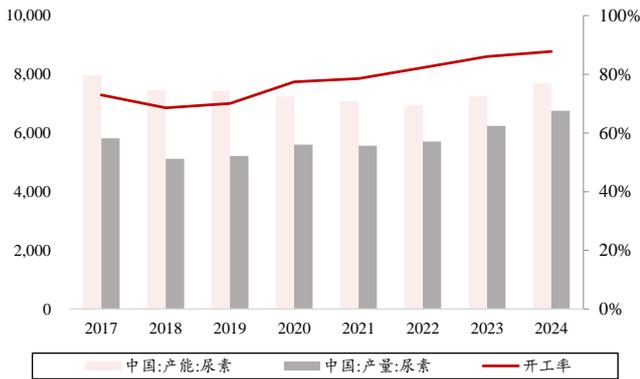
图表 47. 2024 年出口政策较为严格，我国尿素出口数量创 2010 年以来新低



资料来源：海关总署，中银证券

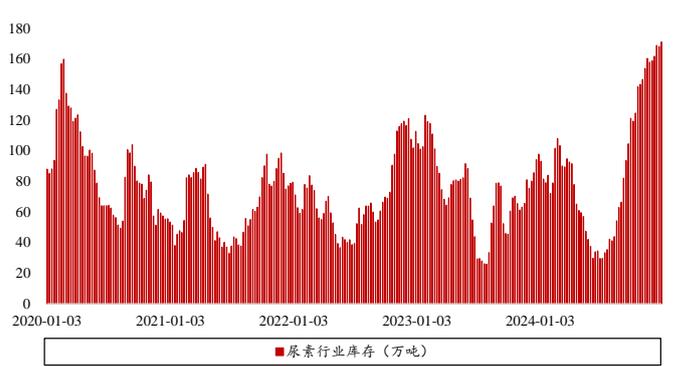
近年来行业新增产能较多，供给有所增加。2020 年以来，国内尿素行业产能持续扩张，伴随新产能投放，开工率维持较高水平且呈现逐年提升趋势。根据百川盈孚数据，2024 年国内尿素产量为 6754.02 万吨，较 2020 年提升 20.57%。2024 年供给的宽松叠加出口量缩减，行业库存累库明显增加。根据百川盈孚，截至 2024 年 12 月 27 日，尿素市场库存及工厂库存合计 171.25 万吨，较去年同期增幅 75.28%。

图表 48. 2017-2024 年我国尿素产能、产量及开工率 (万吨)



资料来源：海关总署，中银证券

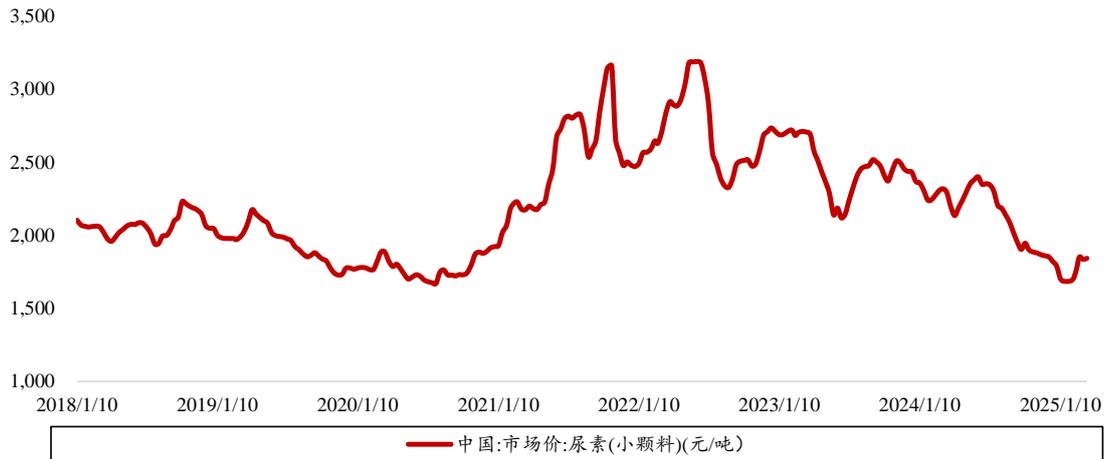
图表 49. 2024 年下半年开始尿素行业库存累积



资料来源：海关总署，中银证券

当前价格处于底部，产品盈利基本筑底。2021 年受此前产能出清及成本提升影响，尿素价格开始上涨，至 2022 年春耕期间，在农需、工需集中释放和物流受阻等因素的作用下，尿素价格最高达到 3187.40 元/吨，此后有所回落。2024 年尿素行业供需矛盾凸显，尤其是下半年新增产能集中释放，同时出口总量为近十年最低水平，尿素价格承压。国内尿素市场价格于 2024 年 8 月出现大幅下降，此后维持在较低水平，根据百川盈孚，截至 2025 年 3 月 20 日，尿素市场价格为 1842.80 元/吨，较去年同期下降 31.90%，企业理论毛利润为 150.46 元/吨，较去年同期下降 67.82%。

图表 50. 尿素价格处于历史区间内较低水平



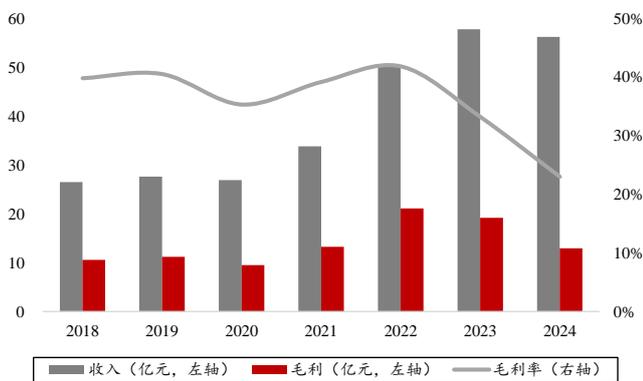
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

综合来看, 我们认为, 行业较高库存水平及新增产能投放预期等因素作用下, 尿素价格或将继续维持低位, 但当前尿素价格已经处于历史底部区间, 部分企业进入亏损状态, 价格继续下行空间不大。未来尿素价格主要矛盾在于出口政策及行业新增产能的投放进度。

截至 2024 年年报, 公司拥有复合肥产能 185 万吨/年、尿素产能 260 万吨/年。尿素行业市场集中度不高, 局部以区域品牌为主, 公司产能分布在云南 (120 万吨/年)、内蒙古 (80 万吨/年)、青海 (60 万吨/年), 其中在云南市场占有率达 50%。

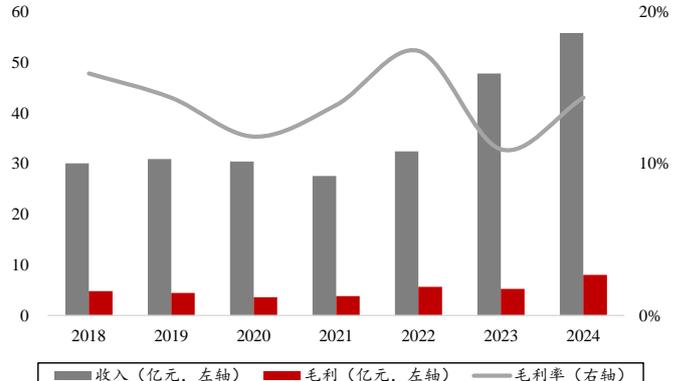
公司尿素及复合肥具备成本优势, 2025 年盈利有望底部修复。截至 2024 年, 我国尿素产能以煤制为主, 占比超过 74%, 且煤制尿素较天然气制尿素具有成本优势。公司在内蒙古呼伦贝尔拥有开采能力 400 万吨/年的露天煤矿, 为北方基地提供合成氨原料, 2024 年合成氨自给率 95% 以上。上游煤炭配套增厚公司尿素产品利润。根据百川盈孚, 2024 年原料煤成本占尿素生产成本比重约为 45%。此外, 复合肥产品盈利水平与基础肥料氮磷钾肥走势一致性较高, 公司“矿肥一体化”对复合肥产品盈利能力亦形成支撑。2024 年下半年开始尿素价格降至较低水平, 预计对公司复合肥及尿素业务利润率水平带来一定压力, 2025 年若出口政策松动或农业需求超预期带动尿素价格回暖, 有望对公司复合肥及尿素业务形成利润修复。

图表 51. 公司尿素产品收入及盈利情况



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 52. 公司复合肥产品收入及盈利情况



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

盈利预测与估值

对公司收入及毛利率做出如下假设：

磷酸二铵：2025-2027 年磷矿石供需有望保持紧平衡，预计磷酸二铵价格在高位小幅下降，公司“满负荷、快周转”运营下，销量逐年有小幅提升，总体来看，2025-2027 年公司磷酸二铵营业收入分别为 157.22 亿元、158.15 亿元、156.77 亿元。**磷酸一铵：**预计 2025-2027 年营业收入分别为 124.71 亿元、125.21 亿元、123.44 亿元，毛利率分别为 34.91%、33.45%、32.87%。**磷酸二铵：**预计 2025-2027 年营业收入分别为 32.52 亿元、32.94 亿元、33.33 亿元，毛利率分别为 36.00%、35.50%、34.50%。

尿素：尿素行业较为分散，未来较多新增产能投产下，预计价格维持相对低位。预计 2025-2027 年公司尿素营业收入分别为 59.06 亿元、60.83 亿元、62.05 亿元，毛利率分别为 25.80%、26.00%、26.00%。

复合肥：预计 2025-2027 年营业收入分别为 61.39 亿元、67.53 亿元、74.28 亿元，毛利率维持在 13.50%。

聚甲醛：预计 2025-2027 年收入分别为 13.47 亿元、14.15 亿元、14.85 亿元，毛利率分别为 31.50%、32.00%、32.50%。

饲料级磷酸氢钙：预计 2025-2027 年收入分别为 21.64 亿元、22.39 亿元、23.16 亿元，毛利率分别为 30.70%、31.00%、31.50%。

黄磷：预计 2025-2027 年收入维持在 4.05 亿元，毛利率维持在 10.00%。

其他：公司其他收入占比较高，主要为商贸物流业务。预计随着公司聚焦主业，2025 年其他业务进一步收缩，此后规模保持稳定，2025-2027 年收入均为 293.39 亿元。预计在公司精细化管理下，毛利率有所优化，2025-2027 年毛利率保持在 5.60%

图表 53. 云天化经营数据预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
磷酸二铵					
营业收入 (亿元)	123.27	124.61	124.71	125.21	123.44
毛利率 (%)	32.42	36.60	34.91	33.45	32.87
磷酸一铵					
营业收入 (亿元)	34.42	32.68	32.52	32.94	33.33
毛利率 (%)	35.15	43.02	36.00	35.50	34.50
尿素					
营业收入 (亿元)	57.81	56.25	59.06	60.83	62.05
毛利率 (%)	33.21	23.01	25.80	26.00	26.00
复合肥					
营业收入 (亿元)	47.85	55.81	61.39	67.53	74.28
毛利率 (%)	10.94	14.36	13.50	13.50	13.50
聚甲醛					
营业收入 (亿元)	12.64	12.83	13.47	14.15	14.85
毛利率 (%)	25.88	28.56	31.50	32.00	32.50
饲料级磷酸氢钙					
营业收入 (亿元)	17.95	20.32	21.64	22.39	23.16
毛利率 (%)	31.20	35.37	30.70	31.00	31.50
黄磷					
营业收入 (亿元)	4.67	4.05	4.05	4.05	4.05
毛利率 (%)	33.61	40.49	10.00	10.00	10.00
其他					
营业收入 (亿元)	391.98	308.83	293.39	293.39	293.39
毛利率 (%)	4.56	4.72	5.60	5.60	5.60
公司整体					
营业收入 (亿元)	690.60	615.37	610.22	620.49	628.55
毛利率 (%)	15.18	17.50	17.45	17.22	17.05

资料来源：公司公告，中银证券

随着公司降本增效持续推进，假设 2025-2027 年销售、管理、研发费用率均保持逐渐优化，公司资产负债率继续改善，财务费用率亦有所降低。

图表 54. 云天化期间费用率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率 (%)	1.16	1.23	1.16	1.10	1.10
管理费用率 (%)	1.43	1.81	1.58	1.40	1.40
研发费用率 (%)	0.80	0.94	0.88	0.80	0.80
财务费用率 (%)	1.02	0.79	0.73	0.68	0.58
期间费用率合计 (%)	4.40	4.78	4.35	3.98	3.88

资料来源：公司公告，中银证券

在上述假设符合预期的情况下，预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 55.49 亿元、57.57 亿元、58.32 亿元，分别同比+4.04%、+3.76%、+1.30%。

公司可比公司包括同处于磷化工行业的川恒股份、兴发集团、湖北宜化等。其中，川恒股份截至 2024 年年报拥有磷矿石产能 300 万吨/年，后续增量包括鸡公岭磷矿 250 万吨/年、老寨子磷矿 180 万吨/年、天一矿业 500 万吨/年（公司持有天一矿业 49% 股权），磷矿资源储备丰富，主要产品为饲料级磷酸二氢钙；截至 2024 年年报，兴发集团拥有采矿权的磷矿资源储量约 3.95 亿吨，磷矿石设计产能为 585 万吨/年，布局磷化工下游草甘膦、磷酸一铵、磷酸二铵等产品，同时积极发展电子级磷酸、电子级硫酸、电子级双氧水等精细化工品种；湖北宜化主营业务包括氮肥、磷化工、氯碱化工三大业务板块。预计 2025-2026 年可比公司平均市盈率分别为 10.73 倍、9.02 倍，公司市盈率分别为 7.37 倍、7.10 倍，公司估值处于较低水平。考虑到公司在磷矿石资源储量方面的优势地位及磷铵市场的领先份额，首次覆盖，给予买入评级。

图表 55. 可比公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			市盈率(x)		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
002895.SZ	川恒股份	未有评级	22.64	121.95	1.76	2.36	2.82	12.75	9.62	8.14
600141.SH	兴发集团	未有评级	20.15	222.31	1.45	1.82	2.11	13.88	11.21	9.63
000422.SZ	湖北宜化	未有评级	11.00	119.08	0.60	0.97	1.18	18.25	11.38	9.28
平均								14.96	10.73	9.02
600096.SH	云天化	买入	22.28	408.69	2.91	3.02	3.14	7.66	7.37	7.10

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注 1：股价截止日 2024 年 4 月 29 日

注 2：未有评级公司 EPS 采用同花顺机构一致预期

风险提示

磷矿石新增产能进度超预期。公司上游磷矿石资源丰富，凭借资源禀赋保持产品较高盈利能力，未来若市场新增磷矿石产能较多，导致磷矿石价格有所下跌，将会对公司的盈利能力产生不利影响。

化肥出口法检政策趋严。公司主要产品磷酸一铵、磷酸二铵、尿素等均受到出口法检政策的约束，若我国对化肥出口政策收紧，可能导致国内化肥供需格局出现较大变动，带来产品价格下跌，对公司收入业绩产生影响。

安全与环保风险。公司业务包括磷矿石等资源品及磷铵、黄磷等高能耗产品，可能会受到环保督查等影响导致生产成本提升，也可能由于管理不规范、操作不恰当等原因受到行政处罚，影响公司生产经营。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	69,060	61,537	61,022	62,049	62,855
营业收入	69,060	61,537	61,022	62,049	62,855
营业成本	58,579	50,767	50,374	51,367	52,137
营业税金及附加	825	958	950	966	978
销售费用	800	760	708	683	691
管理费用	989	1,111	964	869	880
研发费用	550	581	537	496	503
财务费用	703	488	448	421	365
其他收益	173	163	150	150	150
资产减值损失	(446)	(556)	(200)	(150)	(135)
信用减值损失	10	68	0	0	0
资产处置收益	15	(4)	2	2	2
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资收益	456	595	380	400	430
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	6,825	7,138	7,374	7,650	7,749
营业外收入	21	41	10	10	10
营业外支出	266	130	50	50	50
利润总额	6,579	7,049	7,334	7,610	7,709
所得税	1,086	1,006	1,047	1,086	1,100
净利润	5,493	6,043	6,287	6,524	6,608
少数股东损益	971	710	738	766	776
归母净利润	4,522	5,333	5,549	5,757	5,832
EBITDA	9,627	9,907	10,663	11,274	11,666
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.47	2.91	3.02	3.14	3.18

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	17,311	16,664	20,936	25,397	30,073
货币资金	6,434	6,937	10,675	15,019	19,811
应收账款	903	1,669	1,721	1,726	1,766
应收票据	0	0	0	0	0
存货	7,545	6,070	6,524	6,603	6,431
预付账款	615	305	310	346	403
合同资产	1	0	2	0	2
其他流动资产	1,814	1,683	1,704	1,703	1,660
非流动资产	35,259	34,816	34,239	33,675	32,785
长期投资	3,779	3,922	3,922	3,922	3,922
固定资产	22,550	20,626	20,814	20,854	20,562
无形资产	4,565	4,789	4,621	4,450	4,275
其他长期资产	4,366	5,479	4,882	4,449	4,026
资产合计	52,571	51,480	55,175	59,073	62,858
流动负债	17,692	15,685	15,750	16,079	16,173
短期借款	5,883	4,069	3,900	3,850	3,800
应付账款	4,306	5,012	5,343	5,501	5,506
其他流动负债	7,504	6,605	6,506	6,728	6,867
非流动负债	12,868	11,218	11,233	11,051	10,942
长期借款	11,180	9,449	9,500	9,300	9,200
其他长期负债	1,688	1,769	1,733	1,751	1,742
负债合计	30,560	26,903	26,983	27,130	27,115
股本	1,834	1,834	1,834	1,834	1,834
少数股东权益	3,268	2,218	2,957	3,723	4,499
归属母公司股东权益	18,742	22,358	25,235	28,220	31,243
负债和股东权益合计	52,571	51,480	55,175	59,073	62,858

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	5,493	6,043	6,287	6,524	6,608
折旧摊销	2,745	3,034	3,373	3,756	4,134
营运资金变动	2,295	1,226	(435)	329	227
其他	(1,096)	448	144	(20)	(48)
经营活动现金流	9,437	10,752	9,369	10,587	10,922
资本支出	(1,943)	(1,759)	(2,860)	(3,160)	(3,260)
投资变动	(291)	(148)	0	0	0
其他	(683)	619	377	405	431
投资活动现金流	(2,917)	(1,287)	(2,483)	(2,755)	(2,829)
银行借款	(1,302)	(3,545)	(118)	(250)	(150)
股权融资	(2,820)	(4,732)	(2,672)	(2,772)	(2,808)
其他	(2,111)	(659)	(358)	(466)	(342)
筹资活动现金流	(6,233)	(8,936)	(3,147)	(3,488)	(3,301)
净现金流	287	528	3,738	4,344	4,792

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(8.3)	(10.9)	(0.8)	1.7	1.3
营业利润增长率(%)	(20.3)	4.6	3.3	3.7	1.3
归属于母公司净利润增长率(%)	(24.9)	17.9	4.0	3.8	1.3
息税前利润增长率(%)	(22.3)	(0.1)	6.1	3.1	0.2
息税折旧前利润增长率(%)	(13.5)	2.9	7.6	5.7	3.5
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(24.9)	17.9	4.0	3.8	1.3
获利能力					
息税前利润率(%)	10.0	11.2	11.9	12.1	12.0
营业利润率(%)	9.9	11.6	12.1	12.3	12.3
毛利率(%)	15.2	17.5	17.5	17.2	17.1
归母净利润率(%)	6.5	8.7	9.1	9.3	9.3
ROE(%)	24.1	23.9	22.0	20.4	18.7
ROIC(%)	13.8	14.6	14.2	13.6	12.6
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
净负债权益比	0.6	0.4	0.2	0.0	(0.1)
流动比率	1.0	1.1	1.3	1.6	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
应收账款周转率	50.5	47.8	36.0	36.0	36.0
应付账款周转率	17.1	13.2	11.8	11.4	11.4
费用率					
销售费用率(%)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
管理费用率(%)	1.4	1.8	1.6	1.4	1.4
研发费用率(%)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
财务费用率(%)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.5	2.9	3.0	3.1	3.2
每股经营现金流(最新摊薄)	5.1	5.9	5.1	5.8	6.0
每股净资产(最新摊薄)	10.2	12.2	13.8	15.4	17.0
每股股息	1.0	1.4	1.5	1.5	1.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	9.0	7.7	7.4	7.1	7.0
P/B(最新摊薄)	2.2	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	4.3	5.0	4.3	3.7	3.1
价格/现金流(倍)	4.3	3.8	4.4	3.9	3.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371