

云图控股（002539.SZ）

2025 年 07 月 10 日

复合肥龙头完善上游合成氨、磷矿石等原料布局，广西贵港项目打开未来成长空间

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2025/7/9
当前股价(元)	10.04
一年最高最低(元)	10.12/6.40
总市值(亿元)	121.26
流通市值(亿元)	88.67
总股本(亿股)	12.08
流通股本(亿股)	8.83
近 3 个月换手率(%)	115.13

股价走势图



金益腾（分析师）	张晓锋（分析师）	宋梓荣（分析师）
jinyiteng@kysec.cn	zhangxiaofeng@kysec.cn	songzirong@kysec.cn
证书编号：S0790520020002	证书编号：S0790522080003	证书编号：S0790525070002

● **公司为复合肥龙头企业，持续完善原料配套以打造更强市场竞争力**

公司为复合肥行业龙头，已建成从上游盐矿、磷矿资源到下游除尿素以外的氮肥产业链、磷肥完整产业链。**短期来看**，公司磷复肥需求稳步增长，同时待公司 70 万吨合成氨、290 万吨磷矿石等产能投产，公司业绩有望稳步增长。**长期来看**，随着公司广西贵港基地建设完成，公司有望进一步降低复合肥成本，打造更强市场竞争力。由于化工行业周期下行，我们降低对公司 2025 年的盈利预测，并新增 2026、2027 年的盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.65（前值为 21.60）、13.33、16.44 亿元，EPS 分别为 0.80（前值为 1.79）、1.10、1.36 元/股，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 12.57、9.10、7.38 倍，维持“买入”评级。

● **合成氨、磷矿石、广西贵港等项目持续推进，公司复合肥成本有望持续下降**

合成氨项目方面，预计 2025 年 10 月，公司将投产 70 万吨/年合成氨产能，进而降低公司复合肥、纯碱等终端产品生产成本。**磷矿石方面**，公司拥有的三宗磷矿，其中阿居洛呷磷矿和牛牛寨东段磷矿资源储量分别约 1.39 亿吨、1.81 亿吨，采矿设计规模分别为 290 万吨/年、400 万吨/年；牛牛寨西段磷矿资源储量约 2.29 亿吨，已取得探矿权证。阿居洛呷磷矿于 2025 年 3 月启动磷矿采选工程建设，目前井巷工程及配套设施稳步推进中。未来随着磷矿石项目投产，公司磷复肥、黄磷、磷酸铁等生产所需磷矿石的将得到稳定供应。**广西贵港项目方面**，公司拟在广西贵港分三期建设年产 200 万吨合成氨、300 万吨尿素、120 万吨高效复合肥等产线。该项目一方面将进一步助力公司完善氮肥产业链原料的布局，另一方面将有助于填补公司在华南地区的产能空白。此外在碳中和的背景下，未来煤化工相关建设指标的获取将更加严格，公司此次获得的建设指标具有较强稀缺属性。未来随着公司上游原料产能布局逐步完善，公司复合肥产品成本有望持续下降，进而推动公司业绩稳步增长。

● **风险提示：**下游需求恢复不及预期、行业竞争加剧、原材料价格大幅波动等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,767	20,381	22,151	25,626	27,484
YOY(%)	6.2	-6.4	8.7	15.7	7.2
归母净利润(百万元)	892	804	965	1,333	1,644
YOY(%)	-40.2	-9.8	19.9	38.2	23.3
毛利率(%)	10.2	10.7	11.5	12.7	13.3
净利率(%)	4.1	3.9	4.4	5.2	6.0
ROE(%)	10.5	9.2	9.9	12.3	13.5
EPS(摊薄/元)	0.74	0.67	0.80	1.10	1.36
P/E(倍)	13.6	15.1	12.6	9.1	7.4
P/B(倍)	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司为复合肥龙头企业，持续完善原料配套以打造更强市场竞争力	3
1.1、 发展看点：未来公司将完善上游原料布局，持续提高公司复合肥产品竞争力	3
1.2、 竞争优势：公司产业链布局、复合肥产能分布较为完善，未来磷矿石资源配套后成本优势有望进一步凸显...	5
2、 公司业绩底部向上，合成氨、磷矿石等降本项目有望推动公司业绩稳步增长	7
3、 盈利预测	8
4、 风险提示	10
附：财务预测摘要	11

图表目录

图 1： 公司已建成除尿素外的氮肥完整产业链、磷肥完整产业链	5
图 2： 公司复合肥生产成本位于行业较低水平	6
图 3： 公司是全国复合肥产能布局完善、生产基地最多的供应商之一	6
图 4： 营收：2015 年以来，公司营收稳步增长	7
图 5： 毛利：复合肥及磷酸一铵贡献主要毛利	7
图 6： 期间费用：2015 年公司期间费用率下降	8
图 7： 净利润：2024 年，公司归母净利润逐步触底	8
表 1： 公司一方面持续扩张复合肥产能，另一方面持续完善上游原料布局（单位：万吨/年）	3
表 2： 公司未来产能规划以补齐上游原料为主，广西贵港项目打开公司未来发展空间	4
表 3： 预计 2025-2027 年，公司营收分别为 222、256、275 亿元，毛利率分别为 11%、13%、13%	9
表 4： 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.65、13.33、16.44 亿元，对应 PE 分别为 12.57、9.10、7.38 倍	10

1、公司为复合肥龙头企业，持续完善原料配套以打造更强市场竞争力

公司为复合肥龙头企业，现已打造氮肥、磷肥产业链。成都云图控股股份有限公司（以下简称“云图控股”或“公司”）为复合肥行业龙头企业，现已建成从上游盐矿、磷矿资源到下游除尿素以外的氮肥完整产业链、磷肥完整产业链，同时向下延伸拓展了新能源动力电池正极材料的前驱体磷酸铁。据公司年报，截至 2024 年年底，公司具有年产复合肥 745 万吨、纯碱及氯化铵双吨 60 万吨、黄磷 6 万吨、磷酸一铵 43 万吨、磷酸铁 5 万吨等产品产能。

表1：公司一方面持续扩张复合肥产能，另一方面持续完善上游原料布局（单位：万吨/年）

产业链	产品	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2025 年之后规划产能	备注
复合肥	常规复合肥	70	70	70	70	70	70		外销
	新型复合肥	440	450	480	635	675	785		外销
	小计	510	520	550	705	745	855	广西贵港基地规划 120 万吨高效复合肥	
氮元素产业链	合成氨	25	25	25	25	25	70	广西贵港基地规划 200 万吨合成氨	自用
	氯化铵	60	60	60	60	60	60		自用，联碱工艺生产
	纯碱	60	60	60	60	60	60		外销
	硝酸钠、亚硝酸钠	10	10	10	10	10	10		外销
	工业盐	160	160	160	160	160	250		自用
	食用盐	40	40	40	40	40	40		外销
	尿素							广西贵港基地规划 300 万吨尿素	
	黄磷	6	6	6	6	6	6		外售
	磷酸一铵	43	43	43	43	43	43		外售
磷元素产业链	磷酸铁			5	5	5	5		外销
	精制磷酸				15	15	15		自用
	折纯湿法磷酸				30	30	30		自用
	磷矿石							两宗磷矿开采规模分别为 290、400 万吨/年，第 3 宗已取得探矿证权	

数据来源：公司公告、煤化工期刊公众号、湖北省发改委官网等、开源证券研究所

1.1、发展看点：未来公司将完善上游原料布局，持续提高公司复合肥产品竞争力

（1）70 万吨/年合成氨项目降低公司复合肥、纯碱等终端产品生产成本。公司原具有 25 万吨/年合成氨产能，2011 年公司利用部分超募资金将 14 万吨/年的装置技改扩能至 25 万吨/年，并于 2012 年年底建设完成。该装置运行至今，生产工艺以及装置老旧使得公司合成氨成本偏高，同时公司仍需外购部分合成氨以满足公司生产所需。因此，随着公司 70 万吨/年合成氨装置投产后，公司合成氨生产成本有望下降，进而降低公司复合肥、纯碱等终端产品生产成本。

（2）三宗磷矿石助力公司完善上游资源布局，其中两宗磷矿石规划总产能达 690 万吨/年。公司拥有的三宗磷矿均在四川雷波，磷矿资源储量合计约 5.49 亿吨，其中，阿居洛呷磷矿和牛牛寨东段磷矿资源储量分别约 1.39 亿吨、1.81 亿吨，采矿

设计规模分别为 290 万吨/年、400 万吨/年；牛牛寨西段磷矿资源储量约 2.29 亿吨，已取得探矿权证。阿居洛呷磷矿于 2025 年 3 月启动 290 万吨/年磷矿采选工程建设，目前井巷工程及配套设施稳步推进中；牛牛寨东段磷矿正在开展 400 万吨/年采选方案的优化设计，以进一步提高磷矿石综合利用率和项目效益；牛牛寨西段磷矿“探转采”手续正按计划推进中。公司正全力推动磷矿项目建设，力争早日实现磷矿的规模化开发与利用，保障公司磷复肥、黄磷、磷酸铁等生产所需磷矿石的稳定供应，进一步降低公司的生产成本，增强公司盈利水平和抗风险能力。

(3) 广西贵港项目进一步完善公司氮肥原料布局，打开公司未来发展空间。云图智领绿色化工新能源材料项目（以下简称“广西贵港项目”）拟在广西贵港分三期建设年产 200 万吨合成氨、300 万吨尿素、60 万吨尾气清洁剂（车用尿素）、120 万吨高效复合肥、50 万吨液体及颗粒硝铵、42 万吨硝酸、30 万吨磷酸铁、25 万吨精制酸等产线。目前，已取得项目备案手续，正积极推进能评、环评等手续。一方面，广西贵港项目以建设氮肥原料合成氨、尿素为主，进一步完善原料布局。另一方面，广西贵港项目将填补公司在华南地区的产能空白，辐射广西、广东、海南及东南亚市场。此外在碳中和的背景下，未来煤化工相关建设指标的获取将更加严格，公司此次获得的建设指标具有较强稀缺属性。随着公司广西贵港基地建设完成，公司有望进一步降低复合肥成本，打造更强市场竞争力，打开公司未来发展空间。

表2：公司未来产能规划以补齐上游原料为主，广西贵港项目打开公司未来发展空间

项目名称	规划产品	规划产能（万吨/年）	备注
化工盐化循环经济产业链绿色转型及产品结构调整升级项目	合成氨	70	预计 2025 年 10 月投产
	复合肥	100	
	小苏打	100	
	重质碱	30	
	精制盐	150	
磷矿石开采项目	阿居洛呷磷矿	290	资源储量约 1.39 亿吨，已于 2025 年 3 月启动磷矿采选工程建设。
	牛牛寨东段磷矿	400	资源储量 1.81 亿吨，正在开展采选方案的优化设计
	牛牛寨西段磷矿	-	资源储量约 2.29 亿吨，已取得探矿权证。
云图智领绿色化工新能源材料项目（广西贵港项目）	复合肥	90	一期项目，投资约 10 亿元
	合成氨	100	二期项目，投资约 60 亿元
	尿素	150	
	液体及颗粒硝铵	30	
	硝酸	27	
	燃煤蒸汽锅炉	2×450 吨/时	
	合成氨	100	三期项目，投资约 89 亿元
	尿素	150	
	复合肥	30	
	尾气清洁剂	60	
	液体及颗粒硝铵	20	
	磷酸铁	30	
	磷酸铁锂	15	
	其他	25 万吨/年精制酸、21 万吨/年双氧水、15 万吨	

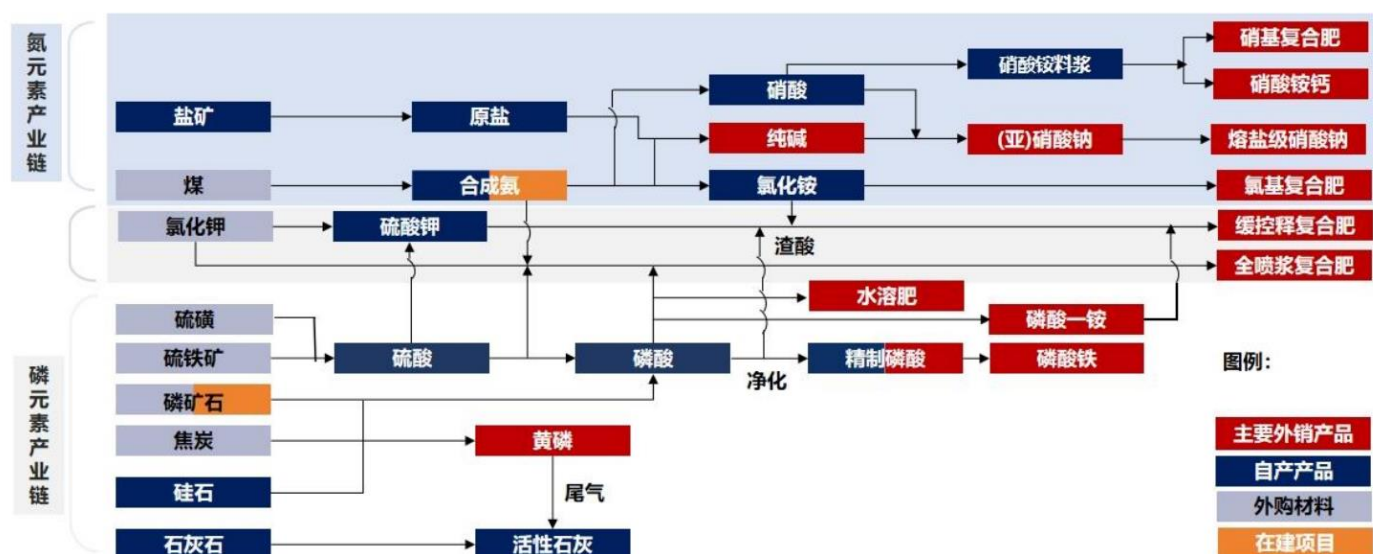
项目名称	规划产品	规划产能（万吨/年）	备注
	/年硝酸、25 万吨/年空分液体产品、25 万吨/年液体 CO ₂ 、6 万吨/年硫酸等生产装置，并配套建设一台 450 吨/时燃煤蒸汽锅炉		

数据来源：公司公告、煤化工期刊公众号、开源证券研究所

1.2、竞争优势：公司产业链布局、复合肥产能分布较为完善，未来磷矿石资源配套后成本优势有望进一步凸显

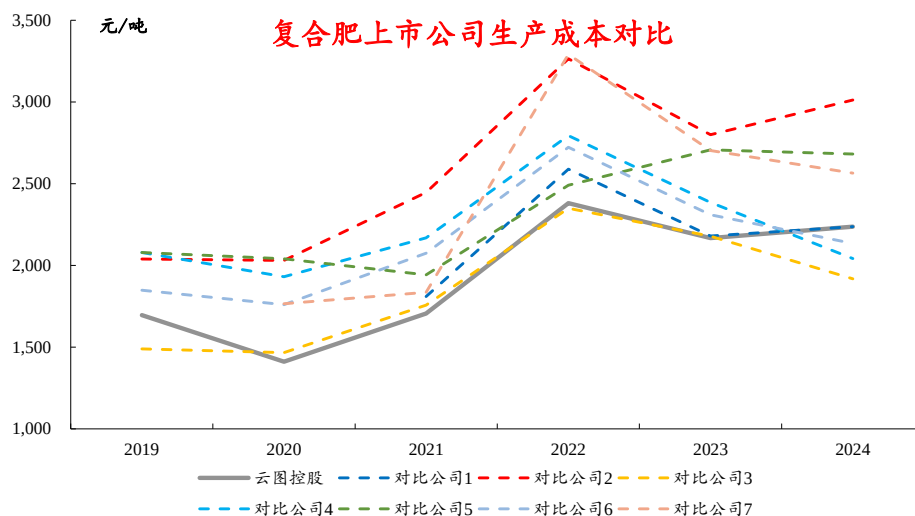
（1）产业链优势：公司秉承“资源+产业链”的战略布局，目前已建成除尿素外的氮肥完整产业链、磷肥完整产业链，形成氮、磷养分低成本及稳定供应的核心竞争优势。**氮产业链方面**，公司已建成“盐—碱—肥”完整产业链，掌控复合肥上游氯化铵、硝酸铵等氮元素，报告期正在推进 70 万吨合成氨项目，建成后将进一步补齐短板，基本实现氮肥原料的自给自足；**磷产业链方面**，公司已建成“磷矿—湿法磷酸—精制磷酸/工业级磷酸—铵—磷酸铁/磷复肥”和“磷矿—黄磷—热法磷酸—磷酸盐”完整产业链，通过磷酸分级利用，掌控上游湿法磷酸、磷酸—铵、净化磷酸等磷元素，报告期正在推进雷波磷矿采矿项目，建成后有望实现磷矿石的自给自足，为公司磷产业链的发展提供资源保障。得益于公司原料配套完全，根据我们统计，公司复合肥生产成本位居行业较低水平。

图1：公司已建成除尿素外的氮肥完整产业链、磷肥完整产业链



资料来源：公司公告

图2：公司复合肥生产成本位于行业较低水平



数据来源：公司公告、相关公司公告、开源证券研究所

(2) 复合肥布局优势：公司深耕农村市场近 30 年，本着“靠近资源，靠近市场”原则，公司在湖北应城、湖北松滋、湖北宜城、四川眉山、河南宁陵、山东平原、新疆昌吉、辽宁铁岭、黑龙江佳木斯等地建立了生产基地，全国产能布局完善，是中国复肥行业生产基地最多的供应商之一。

图3：公司是全国复合肥产能布局完善、生产基地最多的供应商之一



资料来源：公司官网

(3) 资源优势：**磷矿石方面，**公司磷矿采矿设计产能达到 690 万吨/年，目前正在全力推进磷矿采矿项目，后续公司第 3 宗磷矿石项目投产后磷矿石产能还将进一步增加。**硅矿石方面，**公司子公司雷波凯瑞公司拥有沙沱砂岩矿采矿权，查明储量 1,957.7 万吨，已取得 50 万吨/年采矿证，未来投产后主要满足黄磷生产所需的硅矿石。**盐矿方面，**公司控股子公司孝感广盐华源拥有北纬 30 度“盐海膏都”自主盐矿，井盐储量达 2.5 亿吨，为公司联碱及复合肥产品赋予了较强的成本控制和抗风险能力。

2、公司业绩底部向上，合成氨、磷矿石等降本项目有望推动

公司业绩稳步增长

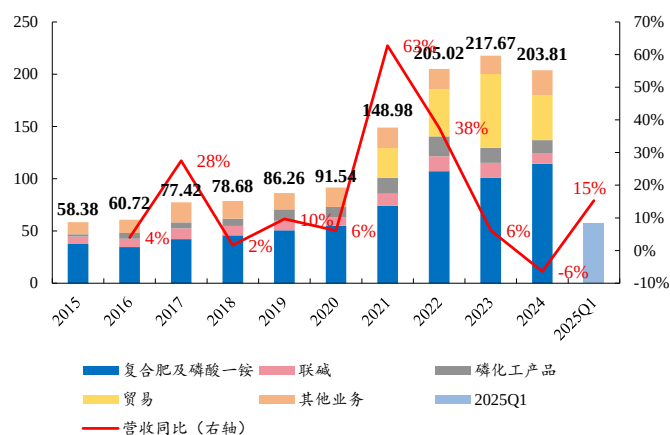
公司产品以复合肥、磷酸一铵为主，纯碱、磷化工、盐等产品为辅，2015 年以来，公司主要经历了 3 个发展阶段：

2015-2018 年：公司持续完善产业链布局，夯实发展基础。2015-2018 年，公司营收从 58.38 亿元增加至 78.68 亿元，归母净利润在 1-2 亿元间波动。期间，公司一方面向下游延伸产业链，复合肥产能从 440 万吨/年提高至 510 万吨/年，30 万吨/年硫铁矿制酸、20 万吨/年磷酸一铵恢复性建设工作完成；另一方面向上游完善产业链布局，6 万吨黄磷、20 万吨磷酸盐项目相继投产。

2019-2022 年：公司各项业务盈利全面增长，业绩持续增长。2019-2022 年，公司营收从 86.26 亿元增长至 205.02 亿元，同比增长 138%；归母净利润从 2.13 亿元增长至 14.92 亿元，同比增长 600%。期间，我国经济在公共卫生事件中稳步恢复，国家对粮食安全的重视推动复合肥需求增长，同时锂电、光伏行业的快速发展带动公司磷化工产品、纯碱需求增长。因此，在此期间公司主营产品销量、价格全面提升，叠加公司期间费用下降，推动业绩持续增长。2019-2022 年，**产品销量方面**，公司复合肥销量从 230 万吨提高至 330 万吨、磷酸一铵销量从 24 万吨提高至 32 万吨；**产品售价方面**，根据我们测算，公司复合肥售价从 2,152 元/吨提高至 3,079 元/吨、联碱业务销售均价从 1,273 元/吨提高至 2,352 元/吨、磷酸一铵售价从 2,320 元/吨提高至 4,682 元/吨。**期间费用方面**，2019-2022 年，公司期间费用比例从 12%下降至 6%，主要是公司销售、管理费用控制较好。

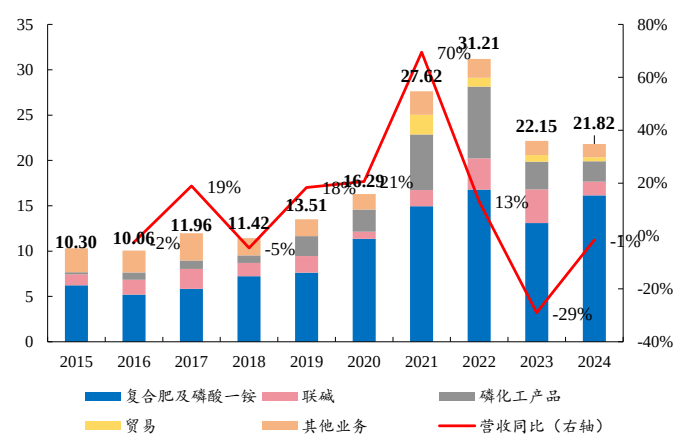
2023-2024 年：行业进入景气下行周期，公司业绩承压下行。2023-2024 年，公司营收分别为 217.67、203.81 亿元，分别同比增长 6%、下降 6%；归母净利润分别为 8.92、8.02 亿元，分别同比下降 40%、下降 10%。期间，我国经济增速有所放缓，叠加化工行业前期产能扩张速度较快，化工行业进入下行周期。对于公司而言，公司复合肥销售稳步增长，公司业绩下滑趋势放缓。2024 年，公司磷复肥销售 418 万吨，同比增长 11%。

图4：营收：2015 年以来，公司营收稳步增长

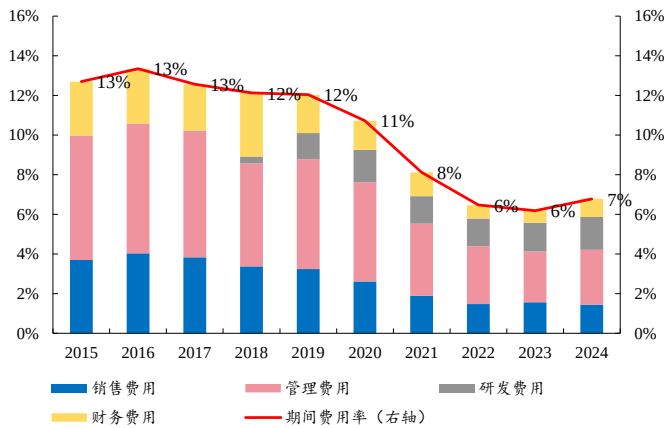


数据来源：Wind、开源证券研究所

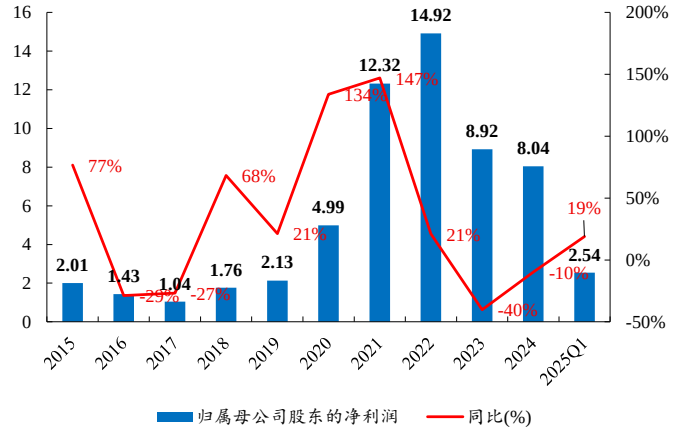
图5：毛利：复合肥及磷酸一铵贡献主要毛利



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：期间费用：2015 年公司期间费用率下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：净利润：2024 年，公司归母净利润逐步触底


数据来源：Wind、开源证券研究所

2025 年 Q1, 复合肥需求增长, 公司业绩底部向上。2025 年 Q1, 公司营收为 57.12 亿元, 同比增长 15%; 归母净利润为 2.54 亿元, 分别同比增长 19%。期间, 公司抓住春耕用肥旺季需求, 磷复肥销量创新高, 盈利能力显著修复, 推动公司业绩底部向上。

展望后续, 随着公司磷复肥需求持续增加, 叠加合成氨、磷矿石等产能投放带来的成本下降, 公司业绩有望稳步提升。一方面, 公司主营产品磷复肥需求有望持续增加。**复合肥方面**, 我国持续支持我国农业发展, 保障我国粮食安全供应, 进而有望推动复合肥需求增加。2025 年中央一号文件指出, 我国要深入推进粮油作物大面积单产提升行动、强化耕地保护和提升、健全粮食生产支持政策体系等。**磷化工方面**, 下游除了复合肥需求在增加外, 新能源汽车行业的快速发展也将带动磷化工产品需求增加。**另一方面, 未来公司合成氨、磷矿石等产能陆续释放, 有望推动公司磷复肥产品成本下降。**此外, 远期随着公司广西贵港基地建设完成, 公司有望进一步降低复合肥成本, 打开未来发展空间。

3、盈利预测

综上, 我们认为公司后续业绩有望稳步增长, 并做出如下假设:

复合肥: 随着公司复合肥产能持续增加, 叠加复合肥需求持续增加, 我们预计公司复合肥销量稳步增长, 2025-2027 年分别销售 456、526、575 万吨, 销售毛利率分别为 13%、14%、14%。

联碱/纯碱: 纯碱行业景气度有所承压, 但由于公司采用联碱法生产, 同时原料合成氨配套完善, 公司纯碱盈利水平底部震荡, 2025-2027 年分别销售 60、60、60 万吨, 销售毛利率分别为-6%、-8%、-9%。

磷化工/黄磷: 得益于下游新能源电池、农药、化肥等需求稳步增长, 而上游磷矿石价格整体持稳, 黄磷景气度维持高位, 2025-2027 年分别销售 6、6、6 万吨, 销售毛利率分别为 17%、19%、20%。

磷矿石、合成氨: 公司阿居洛呷磷矿于 2025 年 3 月启动 290 万吨/年磷矿采选工程建设, 目前井巷工程及配套设施稳步推进中。同时公司 70 万吨合成氨项目将于 2025 年 10 月投产, 上述两个项目投产后公司生产成本有望进一步下降, 进而增厚公司利润。

表3：预计 2025-2027 年，公司营收分别为 222、256、275 亿元，毛利率分别为 11%、13%、13%

业务	指标	单位	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
磷复肥	收入	亿元	51	55	74	107	101	114	128.9	144.0	159.3
	毛利率	%	15%	18%	24%	16%	14%	14%	14%	15%	15%
	收入同比	%		8%	35%	45%	-6%	13%	13%	12%	11%
联碱/纯碱	销量	万吨	254	290	327	363	378	417	476	543	621
	收入	亿元	9	8	11	14	14	10	7.2	6.9	6.6
	毛利率	%	20%	10%	15%	24%	26%	16%	-6%	-8%	-9%
	收入同比	%		-14%	42%	26%	-2%	-32%	-26%	-4%	-4%
磷化工/黄磷	销量	万吨	83	84	77	69	73	58	60	60	60
	收入	亿元	11	10	15	19	14	13	12.3	12.3	12.0
	毛利率	%	20%	24%	40%	42%	21%	18%	17%	19%	20%
	收入同比	%		-6%	51%	24%	-24%	-11%	-4%	0%	-2%
其他	销量	万吨	8	7	7	7	7	6	6	6	6
	收入	亿元	16	19	48	64	88	67	73	93	97
	毛利率	%	12%	16%	4%	5%	1%	3%	5%	10%	13%
磷矿石	收入同比	%		20%	159%	34%	37%	-24%	9%	27%	4%
	收入	亿元							2.6	4.9	8.7
	毛利率	%							70%	75%	70%
合成氨	收入同比	%								88%	77%
	产量	万吨							60	100	200
	收入	亿元								17.7	17.7
	毛利率	%								21%	23%
汇总	收入同比	%									0%
	产量	万吨								70	70
	收入	亿元	86	92	149	205	218	204	222	256	275
	毛利率	%	16%	18%	19%	15%	10%	11%	11%	13%	13%
	收入同比	%		6%	63%	38%	6%	-6%	9%	16%	7%

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所（注：2024 年开始，公司年报统计口径有所调整，1）“新型复合肥”和“磷酸一铵”合并调整为“磷复肥”；2）原“联碱产品”中“纯碱”产品调出，并单独列示；3）原“磷化工产品”中“黄磷”产品调出，并单独列示；4）调整后“其他产品”主要包括磷酸铁、品种盐、防结块剂、硝酸钠、亚硝酸钠、包装物、氯化铵等。）

由于化工行业周期下行，我们降低对公司 2025 年的盈利预测，并新增 2026、2027 年的盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.65（前值为 21.60）、13.33、16.44 亿元，EPS 分别为 0.80（前值为 1.79）、1.10、1.36 元/股，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 12.57、9.10、7.38 倍，维持“买入”评级。我们选取复合肥行业的新洋丰、史丹利、芭田股份作为可比公司，2025-2027 年可比公司的平均 PE 分别为 10.08、8.62、7.39 倍，略低于公司 PE 估值。由于公司未来产能投放较多，包括三宗磷矿石产能；70 万吨合成氨产能；广西贵港 200 万吨合成氨、300 万吨尿素、120 万吨高效复合肥等产能，后续成长动力充足，公司 2025-2027 年 PE 略高于行业平均值仍合理。

表4：预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.65、13.33、16.44 亿元，对应 PE 分别为 12.57、9.10、7.38 倍

股票代码	证券简称	2025/7/9		EPS（摊薄/元）				PE（倍）			
		总市值（亿元）	收盘价（元/股）	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000902.SZ	新洋丰	174.53	13.91	1.05	1.28	1.46	1.66	13.27	10.83	9.52	8.38
002588.SZ	史丹利	102.17	8.87	0.72	0.83	0.99	1.21	12.37	10.63	8.94	7.31
002170.SZ	芭田股份	104.80	10.87	0.43	1.24	1.47	1.68	25.61	8.78	7.41	6.47
		平均						17.09	10.08	8.62	7.39
002539.SZ	云图控股	121.26	10.04	0.67	0.80	1.10	1.36	15.07	12.57	9.10	7.38

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：除云图控股外，其他 3 家全部为 Wind 一致预期）

4、风险提示

- 1、下游需求恢复不及预期。**公司主营业务产品为磷复肥，下游需求跟国内经济恢复情况以及农产品景气度情况关联度较大，如果下游需求恢复较慢，或影响公司复合肥销量增长。
- 2、行业竞争加剧。**目前复合肥行业平均开工率较低，行业产能仍处于扩张周期当中，未来若行业竞争进一步加剧，或将影响公司业绩增长。
- 3、原材料价格大幅波动。**公司的复合肥产品属于产业链偏后段的产品，若上游原材料价格波动较大，公司不能有效将成本向下游传导，或将影响公司业绩增长。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8201	9586	9479	11453	11069	营业收入	21767	20381	22151	25626	27484
现金	2595	2947	3203	3705	3974	营业成本	19552	18199	19604	22372	23828
应收票据及应收账款	396	441	0	0	0	营业税金及附加	94	87	95	111	118
其他应收款	99	47	111	72	125	营业费用	340	293	319	379	407
预付账款	1187	1392	1411	1832	1646	管理费用	559	566	616	707	748
存货	3291	3847	3842	4932	4413	研发费用	315	337	326	382	416
其他流动资产	634	913	913	913	913	财务费用	132	185	279	359	315
非流动资产	12298	14063	14206	14838	14754	资产减值损失	-27	-43	0	0	0
长期投资	30	8	8	8	8	其他收益	168	209	200	200	200
固定资产	7177	7731	7832	8288	8080	公允价值变动收益	-5	-10	-4	-5	-6
无形资产	2109	2240	2471	2740	3073	投资净收益	113	35	44	51	61
其他非流动资产	2982	4083	3894	3802	3592	资产处置收益	1	1	1	1	1
资产总计	20499	23649	23685	26291	25823	营业利润	1017	914	1137	1549	1895
流动负债	9415	10191	10219	12552	11606	营业外收入	28	21	19	20	22
短期借款	4262	3922	7043	9199	8374	营业外支出	26	23	29	29	27
应付票据及应付账款	1876	2196	0	0	0	利润总额	1020	912	1128	1540	1891
其他流动负债	3277	4073	3176	3352	3231	所得税	147	93	163	208	249
非流动负债	2740	4534	3698	2941	2034	净利润	873	819	965	1332	1642
长期借款	2540	4284	3448	2691	1784	少数股东损益	-19	15	0	-1	-2
其他非流动负债	200	250	250	250	250	归属母公司净利润	892	804	965	1333	1644
负债合计	12155	14725	13917	15493	13640	EBITDA	2149	2379	2540	3224	3725
少数股东权益	67	108	108	107	105	EPS(元)	0.74	0.67	0.80	1.10	1.36
股本	1208	1208	1208	1208	1208	主要财务比率					
资本公积	2986	2972	2972	2972	2972	成长能力					
留存收益	4054	4617	5342	6370	7644	营业收入(%)	6.2	-6.4	8.7	15.7	7.2
归属母公司股东权益	8276	8816	9660	10691	12079	营业利润(%)	-42.9	-10.1	24.4	36.2	22.4
负债和股东权益	20499	23649	23685	26291	25823	归属于母公司净利润(%)	-40.2	-9.8	19.9	38.2	23.3
现金流量表(百万元)						获利能力					
经营活动现金流	656	630	309	1506	3766	毛利率(%)	10.2	10.7	11.5	12.7	13.3
净利润	873	819	965	1332	1642	净利率(%)	4.1	3.9	4.4	5.2	6.0
折旧摊销	780	1035	1034	1183	1332	ROE(%)	10.5	9.2	9.9	12.3	13.5
财务费用	132	185	279	359	315	ROIC(%)	7.2	6.4	6.1	7.5	8.9
投资损失	-113	-35	-44	-51	-61	偿债能力					
营运资金变动	-1148	-1488	-1945	-1335	520	资产负债率(%)	59.3	62.3	58.8	58.9	52.8
其他经营现金流	131	115	20	17	16	净负债比率(%)	64.7	79.7	85.4	85.8	59.6
投资活动现金流	-3574	-2068	-1136	-1769	-1193	流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
资本支出	3401	2013	1177	1815	1249	速动比率	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4
长期投资	-200	0	0	-0	-0	营运能力					
其他投资现金流	27	-55	41	47	55	总资产周转率	1.1	0.9	0.9	1.0	1.1
筹资活动现金流	1636	1307	-2039	-1392	-1479	应收账款周转率	43.9	48.7	0.0	0.0	0.0
短期借款	1394	-341	3121	2156	-825	应付账款周转率	16.9	19.8	48.1	0.0	0.0
长期借款	837	1744	-836	-757	-907	每股指标(元)					
普通股增加	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.74	0.67	0.80	1.10	1.36
资本公积增加	33	-14	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.52	0.26	1.25	3.12
其他筹资现金流	-627	-82	-4325	-2791	253	每股净资产(最新摊薄)	6.85	7.30	8.00	8.85	10.00
现金净增加额	-1277	-127	-2866	-1654	1094	估值比率					
						P/E	13.6	15.1	12.6	9.1	7.4
						P/B	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0
						EV/EBITDA	8.2	8.1	8.1	6.7	5.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn