



港股研究 | 公司深度 | 中化化肥 (0297.HK)

基础业务筑基强能，生物肥料擘画新篇

报告要点

公司是中国化肥行业领军企业，资产质量优异，盈利能力强，现金流强劲，分红率保持较高水平。未来公司钾肥进口主通道地位稳固，基础业务盈利稳定；“生物+”战略有望持续发力，支撑公司业绩上行。预计 2025-2027 年归属普通股股东净利润为 14.6、15.5、16.3 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002

SFC: BUT911



孙国铭

中化化肥 (0297.HK)

港股研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

基础业务筑基强能，生物肥料肇画新篇

中化化肥：肥料产业链龙头，分红比例较高

中化化肥控股有限公司是中国化肥行业首家在香港上市的企业。公司在国际化肥市场上具有重要影响力，拥有逾 60 年的化肥国际贸易经验和国际贸易关系网络实力。公司拥有自己建设的、国内领先的分销服务网络，覆盖了中国 95% 的耕地面积。公司业务涵盖资源、研发、生产、分销、农化服务全产业链。经营分部划分为基础业务、生产业务、成长业务三大分部。公司注重股东回报，近年来经营现金流充沛，分红比例稳步提升，2022-2024 年平均分红比例 42%。

基础业务：钾肥进口主渠道，磷肥贸易排头兵

公司的基础业务是贸易业务，包括采购及销售钾肥、磷肥及硫磺。其中钾肥是以进口贸易为主，磷肥以国内贸易为主，兼做出口。2021 年来，钾肥进口和磷肥业务贡献核心利润，基础业务部门溢利在 6~7 亿元之间波动。依托资质和国营背景，目前中化化肥氯化钾进口占有国内钾肥约 20% 的进口份额。公司作为磷铵贸易头部国营企业，发挥渠道网络优势，盈利稳定。此外，“生物+”战略赋能肥料贸易，“美麟美”、“威得丰”等产品盈利更稳定，公司业绩持续受益。

生产业务：饲料、精细磷酸盐、氮肥三轮驱动

公司生产部门由中化云龙、中化涪陵、中化长山三家子公司组成，近三年部门溢利在 3.9~5.2 亿元区间波动，占公司各分部溢利总和的 28~37%。中化云龙有限公司是公司全资子公司，拥有 33 万吨/年饲料产能，副产氟硅酸钠 1 万吨/年。配套有 33 万吨/年硫酸产能、100 万吨/年磷矿浮选产能、60 万吨/年磷矿石开采产能，拟建 220 万吨/年磷矿石开采产能。2021 年以来磷矿石景气高行，中化云龙凭借磷矿石配套，近几年经营业绩稳步增长。此外，中化涪陵拥有 20 万吨/年精细磷酸盐产能，中化长山拥有 18 万吨/年合成氨产能和 30 万吨/年尿素产能。

成长业务：借力大股东，复合肥红海突围

公司成长业务包括研究和销售生物复合肥和特种肥料，以及通过与先正达集团股份有限公司内部合作，销售植保及种子，利润主要来自复合肥。复合肥行业竞争残酷，企业需在技术、成本、渠道、品牌、服务全方面比拼。公司的成本和渠道是传统长板，近年背靠大股东先正达的支持，依托公司自有的“耕地保护国家工程研究中心”国家级研发平台，发力攻关“生物+”复合肥，成功突围，研发出了数个生物肥大单品。

“生物+”肥料市场认可度高，销量增长迅猛，成为公司业务发展的重要“引擎”。2024 年公司生物肥料销售量为 135 万吨，同比增长 24%。受“生物+”肥料放量驱动，公司成长业务分部溢利稳健增长，2024 年达 3.5 亿元。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司是中国化肥行业领军企业，资产质量优异，盈利能力强，现金流强劲，分红率保持较高水平。未来公司钾肥进口主渠道地位稳固，基础业务盈利稳定；“生物+”战略有望持续发力，支撑公司业绩上行。预计 2025-2027 年归属普通股净利润为 14.6、15.5、16.3 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、我国农业政策变化；
- 2、全球磷资源景气回落；
- 3、钾肥进口贸易资质放松；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 1.47

注：股价为 2025 年 8 月 12 日收盘价


 更多研报请访问
 长江研究小程序

目录

公司介绍：肥料产业链龙头，分红比例较高	7
基础业务：钾肥进口主渠道，磷肥贸易排头兵	11
钾肥业务：我国依赖进口的农业资源品	11
磷肥业务：处于行业景气周期中	16
“生物+”赋能：磷肥“美麟美”，钾肥“威德丰”	18
生产业务：饲钙、精细磷酸盐、氮肥三轮驱动	20
中化云龙：拥有磷矿资源量 2 亿吨，饲钙龙头企业	20
中化涪陵：高端精细化磷酸盐生产企业	21
中化长山：吉林省知名化肥企业	22
成长业务：借力大股东，复合肥红海突围	23
中国农业现代化发展，肥料也需发力	23
复合肥行业竞争残酷，企业需具有优势方能胜出	24
公司优势：背靠大股东，发力“生物+”战略	26
投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	30
风险提示	31

图表目录

图 1：公司业务布局核心优势	7
图 2：公司股权架构（截至 2025Q1）	8
图 3：公司营业总收入周期波动，近年回归平稳	8
图 4：公司归属净利润周期波动，近年趋势向上	8
图 5：营收结构中，钾肥稳定，饲钙、特种肥增长（单位：亿元）	9
图 6：成长业务和生产业务双擎驱动增长（分部溢利，单位：亿元）	9
图 7：公司资产负债率健康	9
图 8：公司经营现金流充沛	9
图 9：公司注重股东回报，分红较高	10
图 10：2021 年来，公司基础业务部门溢利在 6~7 亿元之间波动（单位：亿元）	11
图 11：氯化钾原矿石外观	11
图 12：含钾盐湖外观	11
图 13：氯化钾外观——白粉钾	12
图 14：钾肥终端商品——复合肥颗粒	12
图 15：氯化钾产业链	12
图 16：中国氯化钾供给依赖进口	12
图 17：全球氯化钾贸易流向（2022A）	13
图 18：中国进口氯化钾来源（单位：万吨）	13
图 19：中国进口氯化钾贸易方式（单位：万吨，2024A）	13
图 20：中化化肥进口氯化钾的采购经营机制	15

图 21: 2016~2021 年间, 公司占有国内钾肥约 20%进口份额	16
图 22: 中国磷酸铁产业高速发展	16
图 23: 中国六氟磷酸锂产业高速发展	16
图 24: 全球磷矿、磷肥处于行业景气周期中	17
图 25: 2018~2022 年间, 公司磷铵贸易量占国内产量的 8%~11%	17
图 26: 中国磷酸二铵 (DAP) 出口比重	18
图 27: 中国磷酸一铵 (MAP) 出口比重	18
图 28: 2021 年后国际磷肥价处于高位运行 (单位: 元/吨)	18
图 29: 生物磷肥“美磷美”促进作物根部生长	19
图 30: “威得丰”技术方案	19
图 31: “威得丰”使用效果	19
图 32: 公司生产业务各子公司盈利情况 (分部溢利口径, 单位: 亿元)	20
图 33: 全球磷矿石储量分布不均 (2024A)	20
图 34: 全球磷矿石产量分布不均 (2024A)	20
图 35: 磷矿石价格中枢不断上行	21
图 36: 中化涪陵股权结构及产能布局	22
图 37: 公司成长业务分部溢利稳健增长 (单位: 亿元)	23
图 38: 化肥占主粮作物投入农资成本的 70%以上	23
图 39: “十四五”规划粮食作物肥料利用率达到 43%以上	23
图 40: 复合肥上游为基础化肥, 终端为农户	24
图 41: 我国化肥复合化率持续提升	24
图 42: 我国复合肥年度表观消费量稳定	25
图 43: 我国复合肥产能近年稳中有升	25
图 44: 我国复合肥负荷率近年在 3 成上下波动	26
图 45: 我国复合肥价格价差走势	26
图 46: 公司营销服务网络成熟 (2023A)	27
图 47: 公司渠道网络覆盖完善 (2023A)	27
图 48: 公司组建专业研发团队	28
图 49: 公司“生物+”战略科研成果丰硕	28
图 50: 公司“生物+”战略打造了数个大单品	28
图 51: 草莓施用“蓝磷”“生物+”复合肥对比普通复合肥	29
图 52: 小麦施用“美磷美”“生物+”磷肥对比普通磷肥	29
图 53: 公司“生物+”肥料销量增长迅猛 (单位: 万吨)	29
图 54: 公司成长业务分部溢利稳健增长 (单位: 亿元)	29
图 55: 未来公司“生物+”战略将持续发力, 打造更多具有竞争力的大单品	29
表 1: 公司业务范畴	7
表 2: 中国氯化钾进口资质发放情况	14
表 3: 2005 年以来中国钾肥海运大合同价格	14
表 4: 中化化肥进口氯化钾的采购经营机制	15
表 5: 中化云龙产能明细 (2024A)	21
表 6: 中化长山产能明细 (2024A)	22

表 7：传统化肥增效改性提升产品性能的技术方案	27
表 8：公司收入和利润敏感性分析（百万元）	31

公司介绍：肥料产业链龙头，分红比例较高

中化化肥控股有限公司（简称“中化化肥”，前身为“中化香港控股有限公司”）于 2005 年 7 月在香港联合交易所挂牌上市，是中国化肥行业首家在香港上市的企业。公司在国际化肥市场上具有重要影响力，拥有逾 60 年的化肥国际贸易经验和国际贸易关系网络实力，是中国进口化肥的主渠道。公司拥有齐全的大量元素、中微量元素肥料以及专用肥、缓控释肥、生物肥等新型肥料的研发、生产能力。公司在中国主要的农业省、农业县拥有自己建设的、国内领先的分销服务网络，覆盖了中国 95% 的耕地面积。

图 1：公司业务布局核心优势



资料来源：公司官网，长江证券研究所

公司业务涵盖资源、研发、生产、分销、农化服务全产业链。经营分部划分为基础业务、生产业务、成长业务三大分部。其中，基础业务指贸易，包括采购及销售钾肥、磷肥及硫磺；生产包括中化云龙、中化涪陵和中化长山的生产和销售业务；成长业务指复合肥和农化服务，包括研究、生产和销售生物复合肥和特种肥料，以及通过与先正达集团股份有限公司内部合作，销售植保及种子。

表 1：公司业务范畴

部门	经营内容
基础业务	采购及销售钾肥、磷肥及硫磺
生产业务	中化云龙、中化涪陵和中化长山的生产和销售业务
成长业务	研究、生产和销售生物复合肥和特种肥料，以及通过与先正达集团股份有限公司内部合作，销售植保及种子

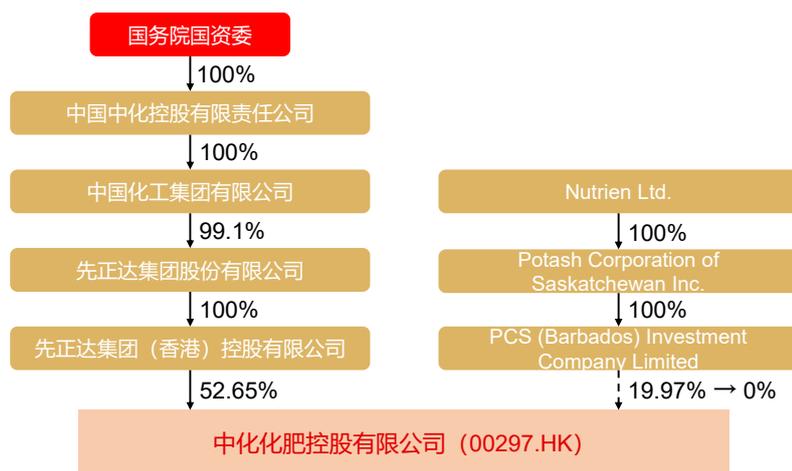
资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司是央企，控股股东为中国中化，实际控制人为国务院国资委。中国中化控股有限责任公司（中国中化）通过中国化工集团有限公司（中国化工）、先正达集团股份有限公司（先正达集团）、先正达集团（香港）控股有限公司（先正达香港）持有公司 36.99 亿股股份，占总股本的 52.65%。

加拿大钾肥巨头 Nutrien 曾是公司第二大股东，现已减持完毕。PCS（Potash Corporation of Saskatchewan，萨钾）曾是中化化肥第二大股东，持股 15.63 亿股，占公司总股本的 22.26%。PCS 曾给中化化肥董事会提了两名董事参与公司管理，Stephen Francis DOWDLE 和项丹丹。2017 年，PCS 和 Agrium（加阳）拟合并为 Nutrien，成为全球最大的钾肥企业，向中国商务部进行反垄断申报。2017 年 11 月，中国商务部

发布 2017 年第 75 号文¹，为避免 Nutrien 在全球氯化钾市场控制力进一步增强，在 Nutrien 合并交割前，应解除 PCS 委派至中化化肥的高级管理层。2017 年 12 月 7 日，PCS 提名的两名董事从中化化肥辞职。2024 年，Nutrien 认为继续持有中化化肥股份不具有战略意义，从 2024Q4 开始减持中化化肥股份，截至 2025Q1，已减持其持有的全部公司股份。

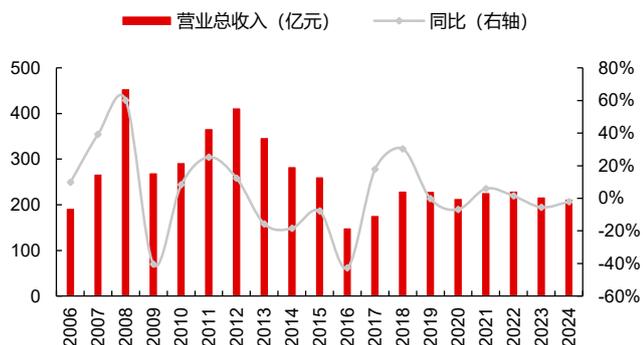
图 2：公司股权架构（截至 2025Q1）



资料来源：公司 2024 年报，Nutrien Q1 2025 earnings transcript，长江证券研究所

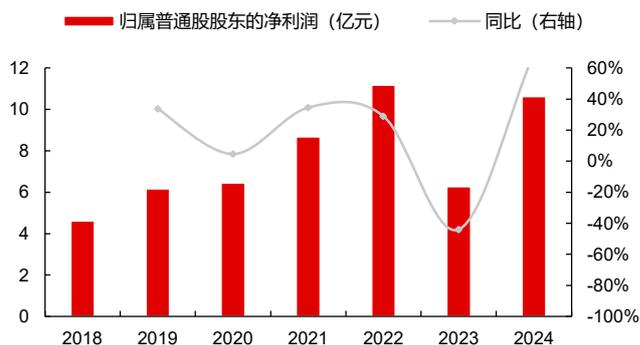
化肥行业周期性较强，历史上公司营收和毛利因此波动。某些年份公司也会剥离部分低毛利业务。2008 年、2022 年等化肥景气较高的年份公司盈利能力较强，2009 年化肥景气回落、2016 年化肥恢复征收增值税、公司经营存在回落。近年来各业务部门经营有序，公司营业收入回归平稳，盈利能力趋势向上。2024 年 4 月 10 日，公司发布公告《关联交易出售氮肥业务单元》，宣布将低毛利贸易性氮肥业务出售给联营企业益通数科（持股比例 31.5%）经营，不再并表。

图 3：公司营业总收入周期波动，近年回归平稳



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：公司归属净利润周期波动，近年趋势向上



资料来源：Wind，长江证券研究所

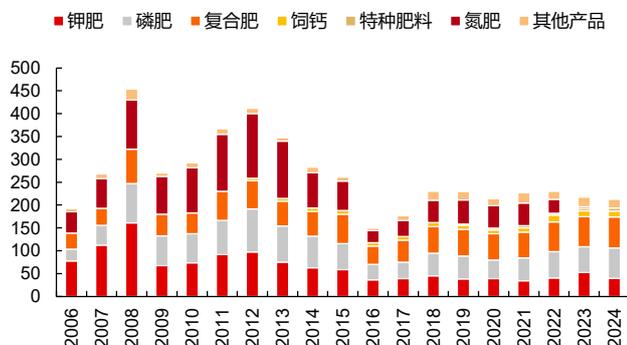
注：2023 年因联营企业阳煤平原关停，计提减值 5.23 亿元

公司曾经的利润基本盘是基础业务，尤其是钾肥贸易。2018 年之后生产业务和成长业务双擎驱动，公司盈利多元化、稳定化。公司是中国进口化肥的主渠道，进口钾肥并在国内分销曾是公司利润的基本盘，但贸易的商业模式决定了库存敞口难以避免，盈利往

¹ <https://m.mofcom.gov.cn/article/b/c/201711/20171102669581.shtml>

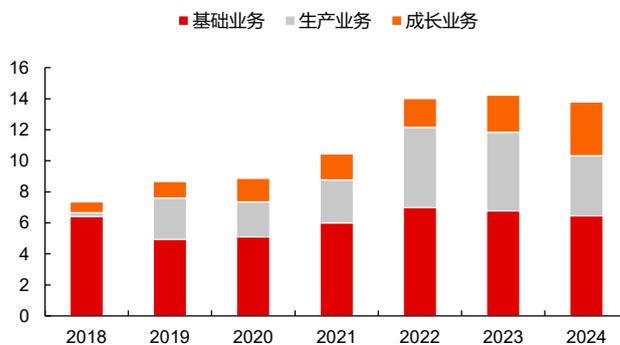
往跟随商品景气周期波动。2018年后，公司稳步推进生物肥战略，成效显著，成长业务盈利上行；磷矿石、饲料、生物磷肥产量逐步增长，利润有所修复，生产业务盈利上行。

图 5: 营收结构中, 钾肥稳定, 饲料、特种肥增长 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

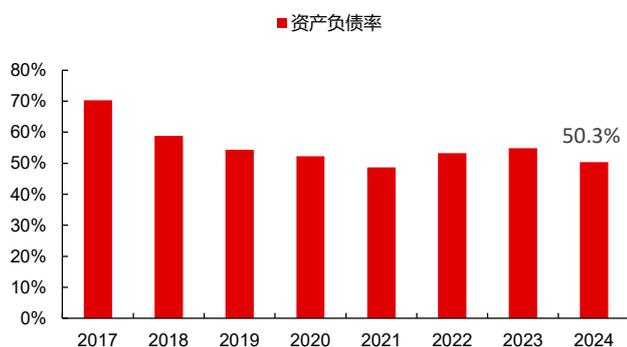
图 6: 成长业务和生产业务双擎驱动增长 (分部溢利, 单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

公司经营稳健, 资产负债表健康, 经营现金流充沛, 注重股东回报。2022~2024 年公司现金及现金等价物维持在 30 亿元以上。截至 2024 年年报, 公司资产负债率为 50.3%, 资产负债表健康。近年来公司经营活动现金流充沛, 分红比例稳步提升, 2022-2024 年平均分红比例 42%。

图 7: 公司资产负债率健康



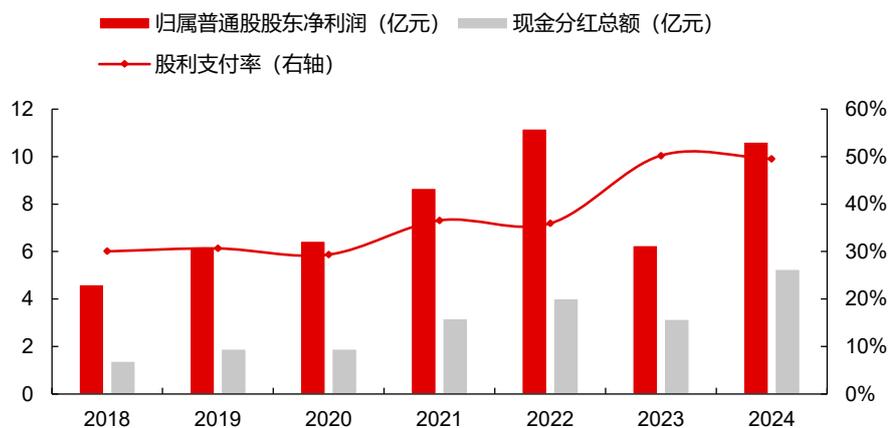
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 8: 公司经营现金流充沛



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 9：公司注重股东回报，分红较高

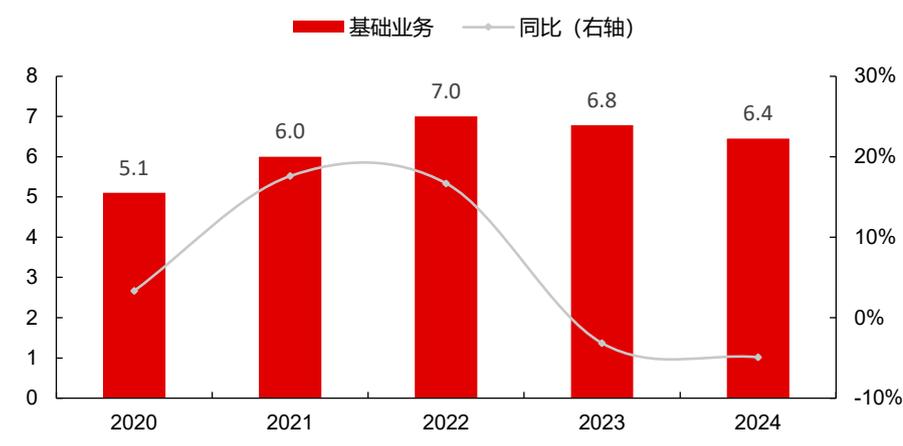


资料来源：公司公告，长江证券研究所

基础业务：钾肥进口主渠道，磷肥贸易排头兵

公司的基础业务是贸易业务，包括采购及销售钾肥、磷肥及硫磺。其中钾肥和硫磺是以进口贸易为主，磷肥以国内贸易为主，兼做出口。2021 年来，钾肥进口和磷肥经营贡献核心利润，基础业务部门溢利在 6~7 亿元之间波动。

图 10：2021 年来，公司基础业务部门溢利在 6~7 亿元之间波动（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

钾肥业务：我国依赖进口的农业资源品

氯化钾是一种农用资源品，源于天然钾矿，经由化肥流向农作物，最终以肉类、粮食、生物燃料、水果、蔬菜等形式被人类消费。天然钾矿分布不均，集中在加拿大、俄罗斯、白俄罗斯等国；农业种植带分布不均，主要分布在美国、中国、巴西、东南亚等。资源国和农业国地理位置不完全重叠，决定了全球氯化钾商业模式的核心围绕国际贸易——由资源国生产，在农业国消费。

图 11：氯化钾原矿石外观



资料来源：Mosaic，长江证券研究所

图 12：含钾盐湖外观——察尔汗盐湖



资料来源：摄图网，长江证券研究所

图 13: 氯化钾外观——白粉钾



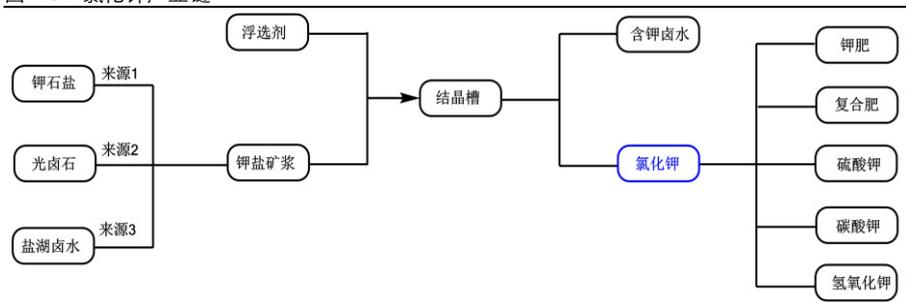
资料来源: 12360 海关热线, 长江证券研究所

图 14: 钾肥终端商品——复合肥颗粒



资料来源: 科普中国, 长江证券研究所

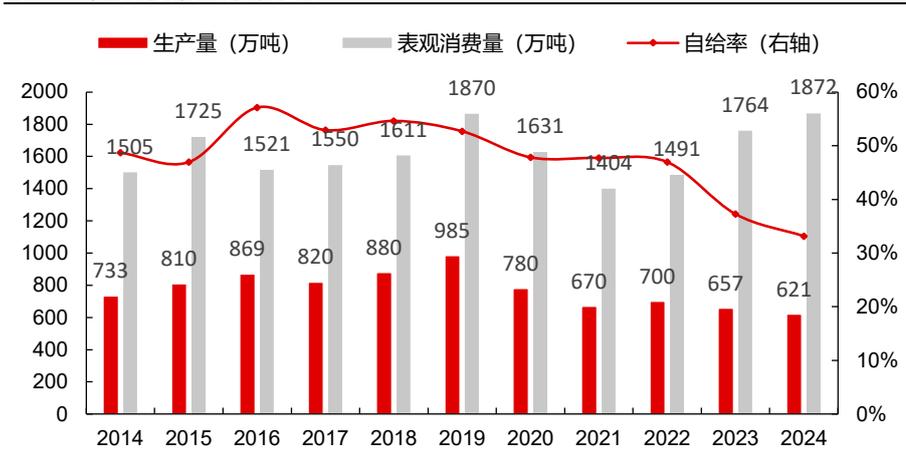
图 15: 氯化钾产业链



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

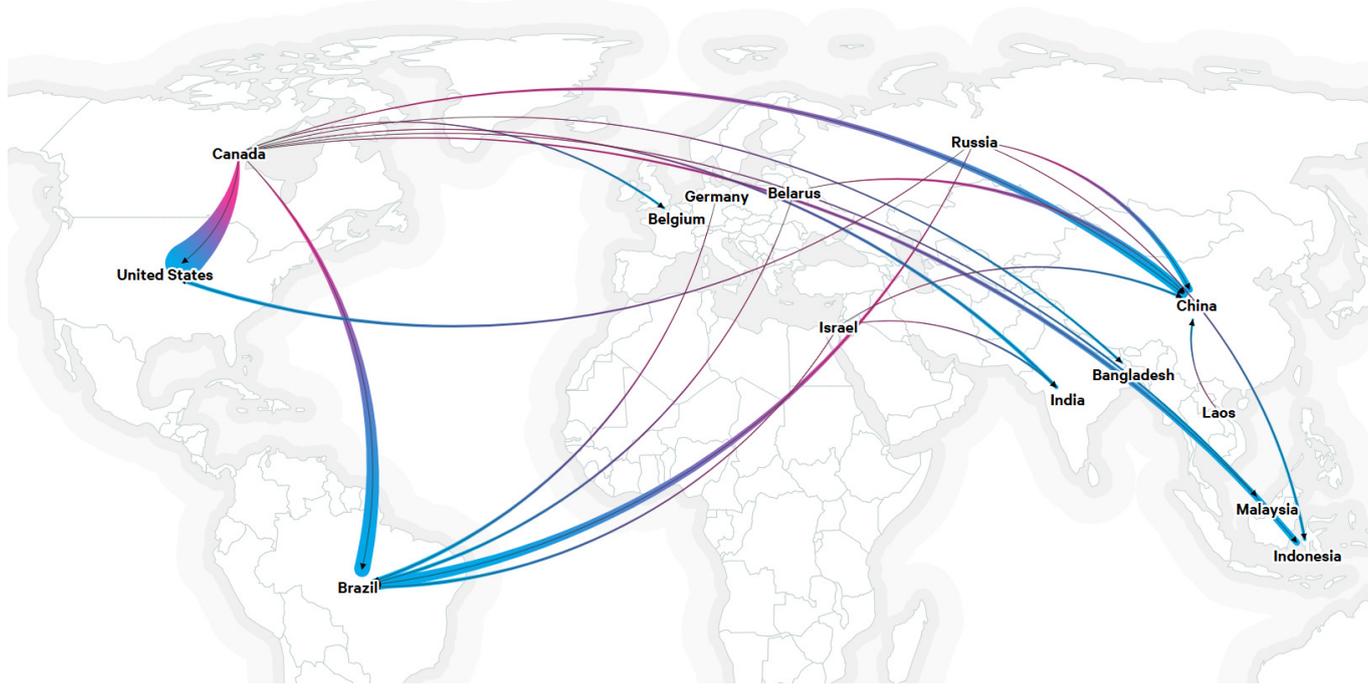
中国是氯化钾消费大国, 国内资源有限, 自给率约 33%, 供给依赖进口。2024 年, 中国氯化钾产量为 621 万吨, 表观消费量为 1872 万吨, 自给率约 33%, 有三分之二需要进口。

图 16: 中国氯化钾供给依赖进口



资料来源: 卓创资讯, 百川盈孚, 长江证券研究所

图 17：全球氯化钾贸易流向（2022A）



资料来源：Resource Trade Earth，长江证券研究所

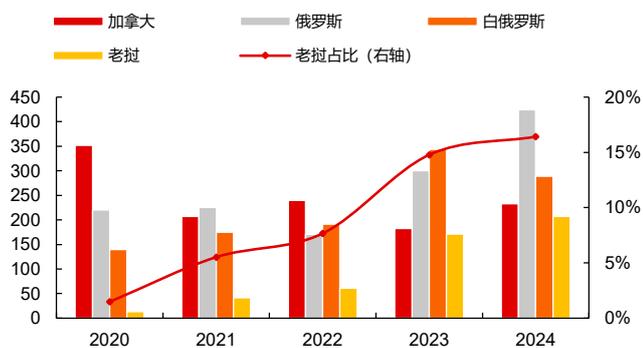
中国氯化钾进口主要有三种方式：

海运：通过干散货运输，由加拿大温哥华港、俄罗斯圣彼得堡港、立陶宛克莱佩达港、越南永安港等港口出发，运输至中国连云港、湛江港等港口靠岸，在海关统计数据中体现为“一般贸易”、“保税监管场所进出境货物”或“海关特殊监管区域物流货物”。海运是中国氯化钾进口最主要的方式。

中欧班列：中欧班列是中国与“一带一路”沿线国家，通过铁路运输集装箱货运的货运班列。它连接了中国和欧洲，白俄罗斯和俄罗斯的氯化钾可以通过中欧班列运输至中国，在海关统计数据中体现为“一般贸易”。

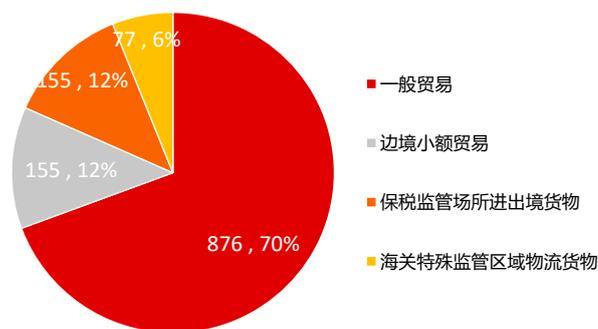
边境小额贸易：在黑龙江绥芬河、内蒙古满洲里等口岸城市，俄罗斯氯化钾可以通过边境贸易出口到中国；近年来乌兹别克斯坦钾肥产量有所增长，可以通过新疆霍尔果斯、阿拉山口等口岸城市边境贸易。这部分进口在海关统计数据中体现为“边境小额贸易”。

图 18：中国进口氯化钾来源（单位：万吨）



资料来源：海关总署，百川盈孚，长江证券研究所

图 19：中国进口氯化钾贸易方式（单位：万吨，2024A）



资料来源：海关总署，长江证券研究所

氯化钾进口需要经营资质，国内仅 5 家企业具有一般贸易进口贸易资格。由于中国每年需要大量进口氯化钾，为了避免国内贸易企业在竞争中抬高采购价格，增加中国氯化钾进口成本，氯化钾进口企业需要向国家部委申请进口资格。国内仅 5 家企业具有一般贸易进口贸易资格，包括中化、中农、中化建、华垦、龙生经贸。其中龙生经贸产品限于在黑龙江省销售，并限量 40 万吨/年，其它 4 家企业没有特别限制。

表 2：中国氯化钾进口资质发放情况

资质类别	企业	备注
一般贸易	中国中化集团有限公司	国营
	中国农业生产资料集团有限公司	国营
	中国化工建设有限公司	-
	华垦国际贸易有限公司	-
	绥芬河市龙生经贸有限责任公司	国营，限于黑龙江省销售
边境小额贸易	经商务部(原对外贸易经济合作部)核准的黑龙江、内蒙古、新疆等地边境贸易化肥进口企业	仅限边境小额贸易
复合肥企业自用	山东鲁西化工、辽宁丰盛肥业、山东鲁北集团、湖北洋丰集团、中国石油等企业	仅限自用，不得贸易
钾化工企业自用	山东海能化学、四川华融化学、唐山三孚硅业、内蒙古瑞达泰丰等企业	仅限自用，不得贸易

资料来源：商务部，华昌化工，长江证券研究所

中国氯化钾进口价格基准是钾肥海运大合同。为了防止我国企业多头对外而导致外商抬高价格，同时降低进口成本，自 2005 年 10 月起，根据国务院的指示，在商务部的指导下，由中国五矿化工进出口商会牵头协调，中化化肥、中国农资、中石油（后被中海石油化学代替）代表，形成了联合谈判小组，与海外供应商协调，形成钾肥海运大合同。

表 3：2005 年以来中国钾肥海运大合同价格

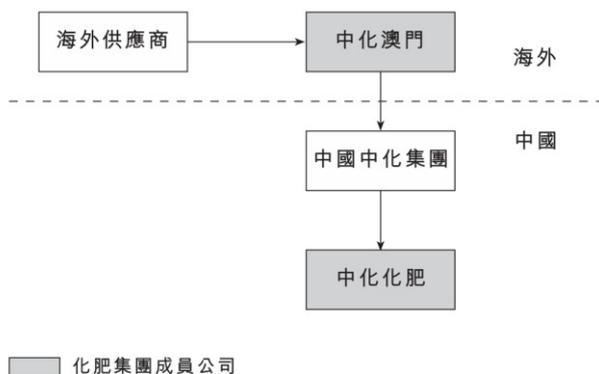
年份	签约时间	合同价格 (美元/吨)	印度价格 (美元/吨)	时间对比
2006	2005 年年底	220		
2007	2007 年年初	180	270	
2008	2008 年 4 月 15 日	580	625	
2009	2009 年 12 月 21 日	350	390	印度后签
2010	未签			
2011	2011 年 1 月 13 日	400	470	印度后签
	2011 年 6 月底	470	490	印度后签
2012	2012 年 3 月 20 日	470	530	印度后签
2013	2013 年 1 月 4 日	400	427	印度后签
2014	2014 年 1 月 20 日	305	322	印度后签
2015	2015 年 3 月 19 日	315	227	印度后签
2016	2016 年 7 月 14 日	219	227	印度先签
2017	2017 年 7 月 13 日	230	240	印度后签
2018	2018 年 9 月 17 日	290	290	印度先签
2019	未签			
2020	2020 年 4 月 30 日	220	230	印度后签

2021	2021年2月10日	247	247	印度先签
2022	2022年2月15日	590	590	印度先签
2023	2023年6月6日	307	422	印度先签
2024	2024年7月9日	273	279	印度后签
2025	2025年6月12日	346	349	印度先签

资料来源：周月等《我国钾肥进出口贸易发展历程及近年来情况分析》（2020），无机盐工业协会，中国化肥信息网，世界农化网，长江证券研究所

中化化肥股东中国中化集团拥有第一批氯化钾进口资质。公司下设子公司中化澳门，负责从海外供应商采购氯化钾。随后中化澳门将氯化钾销售给拥有资质的中化集团，中化集团安排进口清关后将氯化钾销售给上市公司。中化化肥与全球主要钾肥供应商保持良好合作，独家代理阿拉伯钾肥公司（APC）在中国的钾肥业务、独家代理加拿大钾肥公司（Canpotex）红钾产品，保证钾肥供应的稳定和市场品牌影响力。

图 20：中化化肥进口氯化钾的采购经营机制



资料来源：公司公告，长江证券研究所

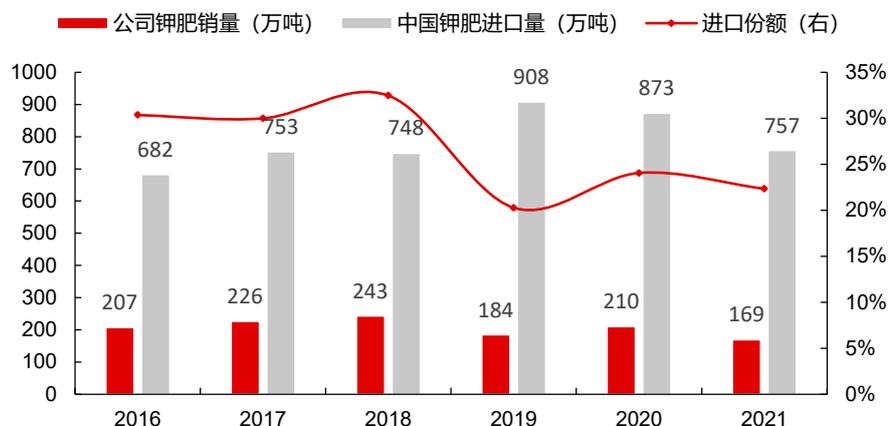
表 4：中化化肥进口氯化钾的采购经营机制

卖方	买方	定价	货币
海外供应商	中化澳门	国际市场价	美元
中化澳门	中化集团	国际市场价	美元
中化集团	中化化肥	成本加成（购买价、产品检验成本、海关处理费用、进口税、增值税、港口费用、行政成本）	人民币

资料来源：公司公告，长江证券研究所

依托资质和国营背景，目前中化化肥是中国氯化钾进口的主通道，占有国内进口钾肥约 20% 的市场份额。依据公司当年年报数据，结合海关总署披露的中国钾肥进口量即可计算公司在钾肥领域的进口份额，2016~2021 年间在 20% 左右波动，销量相对稳定。

图 21: 2016~2021 年间, 公司销量占有国内钾肥约 20%进口份额

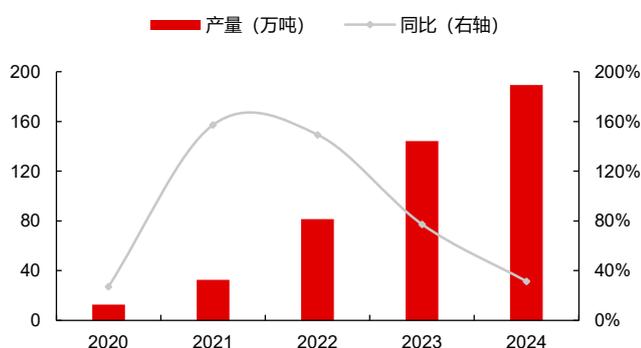


资料来源: 公司公告, 海关总署, 长江证券研究所

磷肥业务: 处于行业景气周期中

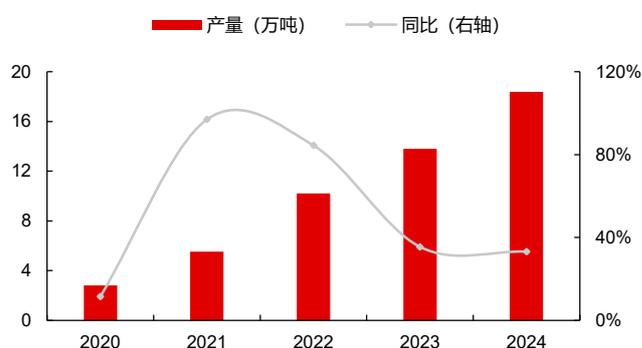
近年来中国新能源行业蓬勃发展, 磷资源下游的磷酸铁和六氟磷酸锂等新能源需求高速增长, 带动磷矿、磷肥等产品进入景气周期。

图 22: 中国磷酸铁产业高速发展



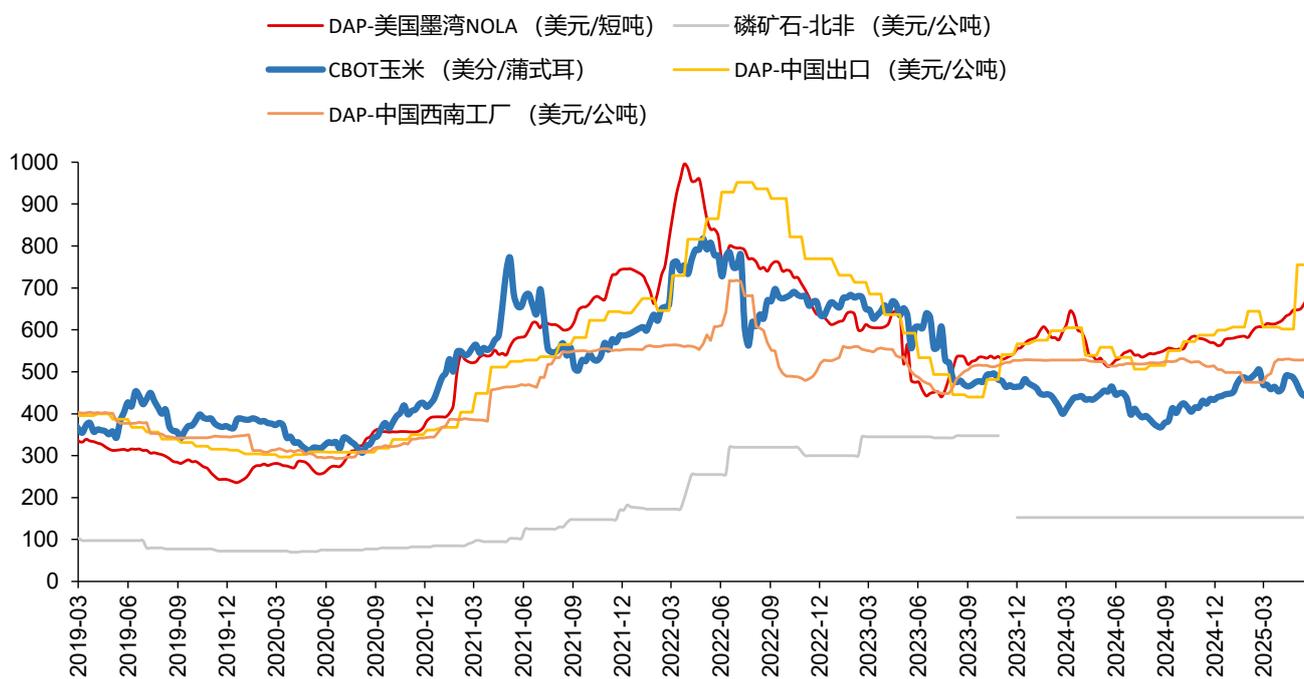
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 23: 中国六氟磷酸锂产业高速发展



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 24：全球磷矿、磷肥处于行业景气周期中



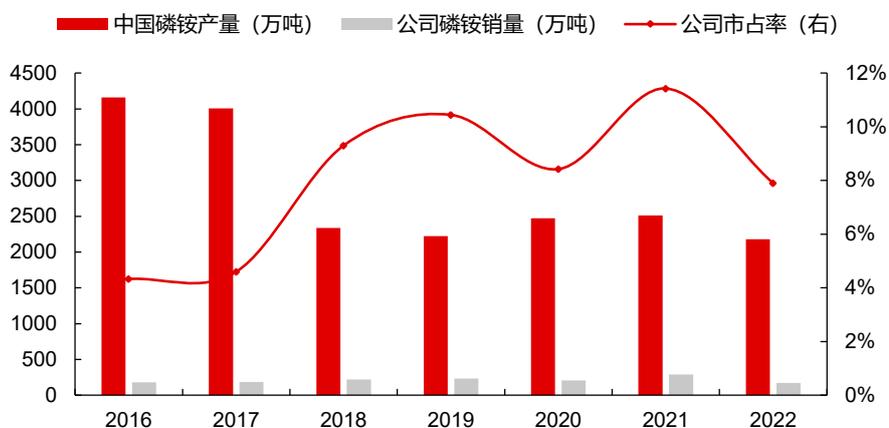
资料来源：Bloomberg，Wind，百川盈孚，长江证券研究所

注 1：“公吨”即国际标准单位“吨”；“短吨 (short ton)”是美国常用的重量单位，合 2000 英镑，约 0.907 吨。

注 2：DAP 即 Diammonium hydrogen phosphate，磷酸氢二铵，或称磷酸氢铵、磷酸一氢铵，常用作磷肥。

公司是我国磷铵贸易头部企业，贸易体量占国内产量的 8%~11%。凭借子公司中化涪陵，以及和云天化、开磷、瓮福等公司的联营、合营企业，公司拥有大量磷肥货源；基于自建的全中国领先的分销服务网络，公司拥有强大的磷肥销售能力。两相结合，公司成为国内磷肥贸易头部企业。依据公司当年年报数据，结合卓创资讯统计的中国磷酸一铵和磷酸二铵产量，即可计算公司贸易体量占国内产量的市场份额，约 8~11%。

图 25：2018~2022 年间，公司磷铵贸易量占国内产量的 8%~11%



资料来源：公司公告，卓创资讯，长江证券研究所

磷肥是中国制造业的优势品种，我国每年有大量磷肥需要出口，出口是磷肥贸易的重要组成部分。2024年，中国磷酸二铵（DAP）出口量达456万吨，占产量的36%，磷酸一铵（MAP）出口量达200万吨，占产量的21%。

图 26：中国磷酸二铵（DAP）出口比重



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

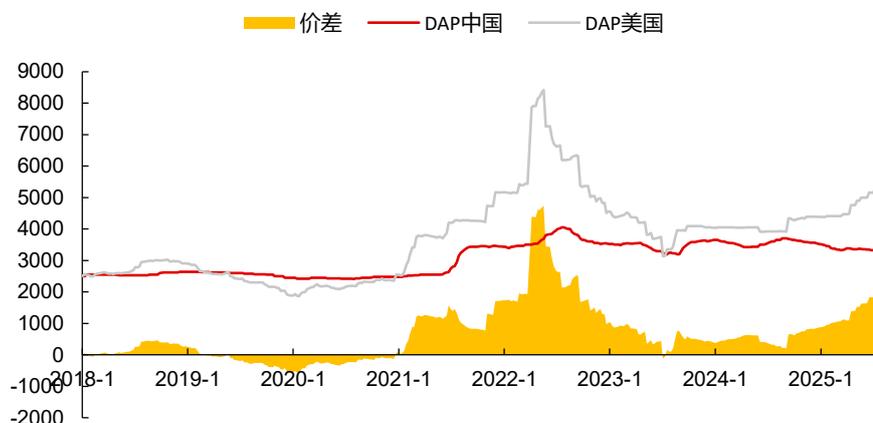
图 27：中国磷酸一铵（MAP）出口比重



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

2021年后磷肥行业处于景气周期中，公司作为磷肥贸易头部国营企业持续受益。2021年全球磷肥景气周期启动，至今海外磷肥价格处于高位。磷肥是中国的出口优势品种，通过调节出口量，可以维持国内磷肥价格稳定。公司作为磷铵贸易头部国营企业，发挥渠道网络优势，盈利稳定，同时作为磷肥贸易头部企业可受益于行业周期。

图 28：2021年后国际磷肥价处于高位运行（单位：元/吨）



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

“生物+”赋能：磷肥“美麟美”，钾肥“威德丰”

近年来公司的“生物+”战略取得一系列成果（详见本文成长业务一节），也对公司基础业务有所赋能。

依托“生物+”技术，公司打造以“美麟美”为代表的生物磷肥，2025年销量25万吨，同比+14%，增厚磷肥贸易利润。常规磷肥在施用后作物吸收利用率不高，主要面临三大挑战：一是作物根系活力不足，吸收能力弱；二是磷容易被土壤固定，活性降低；三是磷在土壤中的移动半径短，难以充分和作物根系接触。公司打造了生物磷肥“美麟美”，

在常规磷肥中加入基于“生物+”技术的增效剂，可以促进作物根部生长，防止磷被土壤固定，大大提高作物对磷肥的吸收量。“美磷美”市场认可度高，销量逐年增长。

图 29：生物磷肥“美磷美”促进作物根部生长



资料来源：公司官网，长江证券研究所

类比生物磷肥，2024 年公司推出生物钾肥“威得丰”。2024 年生物钾肥实现销量 2 万吨，增厚了公司钾肥贸易的利润。

图 30：“威得丰”技术方案



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 31：“威得丰”使用效果

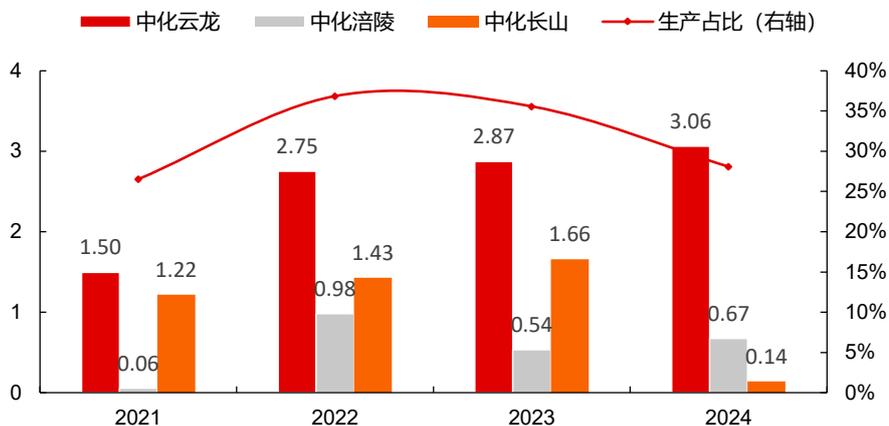


资料来源：农资导报，长江证券研究所

生产业务：饲钙、精细磷酸盐、氮肥三轮驱动

近三年公司生产业务部门溢利在 3.9~5.2 亿元区间波动，占公司各分部溢利总和的 28~37%，由中化云龙、中化涪陵、中化长山三家子公司贡献。

图 32：公司生产业务各子公司盈利情况（分部溢利口径，单位：亿元）



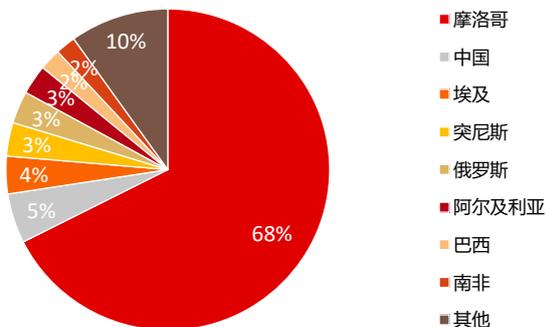
资料来源：公司公告，长江证券研究所

中化云龙：拥有磷矿资源量 2 亿吨，饲钙龙头企业

中化云龙有限公司是公司全资子公司，工厂主产品饲钙产能为 33 万吨/年，副产氟硅酸钠年产 1 万吨。配套产能有 33 万吨/年硫酸、60 万吨/年磷矿石开采、100 万吨/年磷矿浮选。中化云龙位于云南省寻甸特色产业园区，距离昆明市 78 公里，是 MCP、MDCP 国标制定者，产品水溶磷、钙、铬等主要指标处于国内领先水平，产品 70% 远销东亚、南亚、东南亚、欧美市场，是日本、韩国、澳洲头部饲料客户的重要供应商。

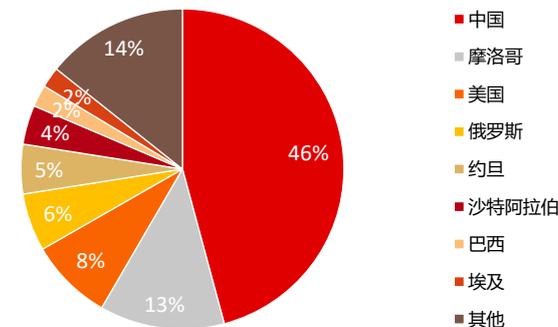
磷矿石是多国公认的战略矿产，2021 年以来磷矿石景气高行。由于磷肥和饲料磷酸盐均为食品链上游的必需品，磷元素的供应和粮食安全息息相关，一直都来磷都被认为是战略性矿产资源。近年来，磷的下游又新增了迅猛发展的新能源材料磷酸铁锂，磷的战略意义又有所提升。中国凭借全球 5% 的磷矿石储量，生产了 46% 的磷矿石，储采比压力较大，资源愈发珍贵，景气高行。

图 33：全球磷矿石储量分布不均 (2024A)



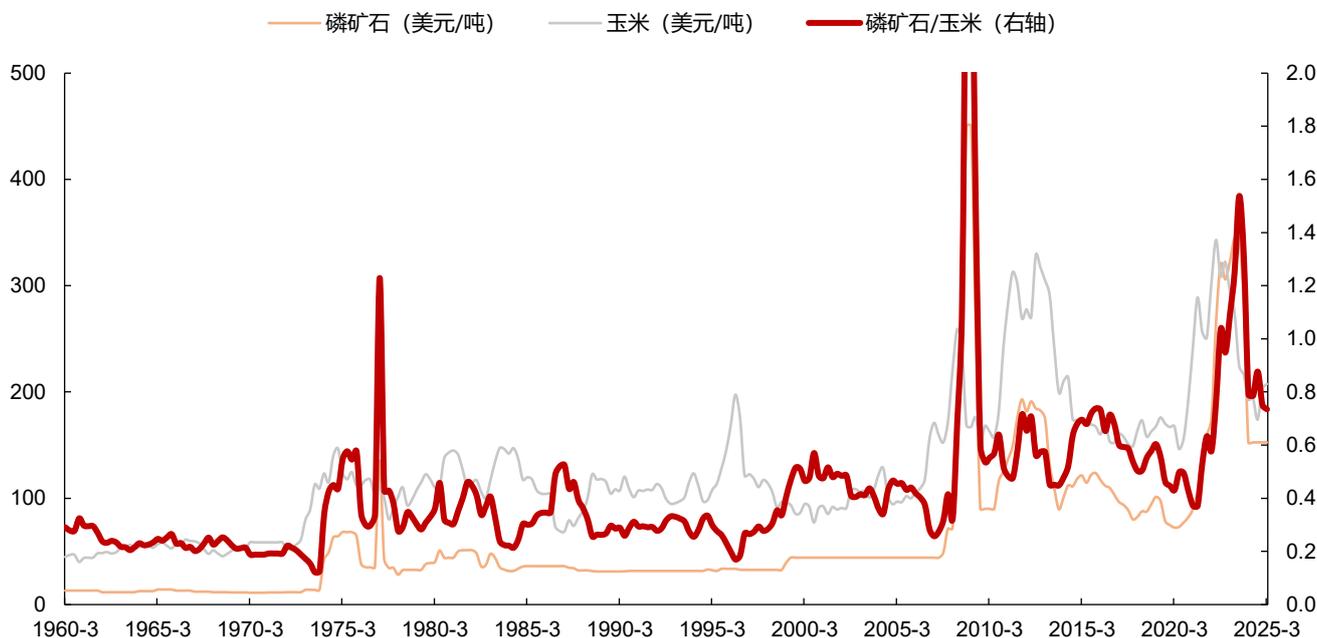
资料来源：Wind, USGS, 长江证券研究所

图 34：全球磷矿石产量分布不均 (2024A)



资料来源：Wind, USGS, 长江证券研究所

图 35：磷矿石价格中枢不断上行



资料来源：Wind，世界银行，长江证券研究所

注：2008 年磷矿石与玉米价格的比值过高，高点为 2.67，超出坐标轴范围，未能显示

中化云龙拥有磷矿资源量 2 亿吨，磷矿产能 60 万吨/年，拟建 220 万吨/年。凭借磷矿石配套，中化云龙为公司贡献丰厚利润。中化云龙的没租哨矿区储量达 1.1 亿吨，大湾矿区储量达 0.9 亿吨，属优质低硅钙质矿，易磨易选，重金属（Cr、Cd、Hg、As、Pb）含量低，为高磷饲料钙优选原料。没租哨磷矿现有 60 万吨/年产能，规划有 220 万吨/年产能增量，项目处于探转采阶段。

表 5：中化云龙产能明细（2024A）

类别	产品	产能（万吨/年）	拟建产能（万吨/年）
主产品	饲料钙	33	-
副产品	氟硅酸钠	1	-
中间产品	硫酸	33	-
中间加工	磷矿浮选	100	-
原材料	磷矿石	60	220

资料来源：公司官网，长江证券研究所

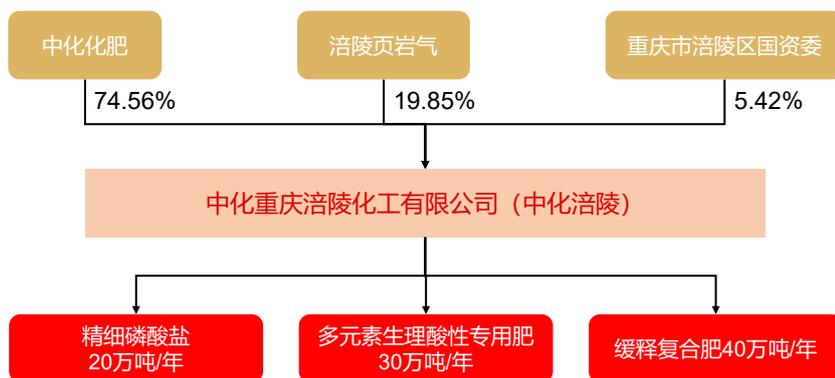
中化涪陵：高端精细化磷酸盐生产企业

中化重庆涪陵化工有限公司简称中化涪陵，是公司控股子公司，公司持有权益比例为 74.56%，它拥有 90 万吨/年主要产品生产能力，其包括 20 万吨/年精细磷酸盐（其中磷酸二氢钾 5 万吨）、30 万吨/年多元素生理酸性专用肥、40 万吨/年缓释复合肥。中化涪陵原厂区位于涪陵区龙桥街道南岸浦，于 2019 年 10 月环保搬迁至白涛工业园区。新厂总投资 32.92 亿元，采用目前国际先进的半水-二水节能湿法磷酸工艺和磷酸净化

技术、磷酸二氢钾技术，建设国家鼓励发展的高端精细磷酸盐产品及新型生态专用肥料装置。

中化涪陵项目规划时，预计项目达产后年均工业总产值为 50 亿元，利税总额超过 3 亿元，可实现 EBIDTA（扣除利息、税项、折旧和摊销前的盈余）5 亿元。近年来由于磷矿石成本高，中化涪陵没有磷矿石产能配套，实际盈利不及规划。未来增加生物磷肥等差异化产品生产量，可提升盈利能力；若磷矿石景气回落，中化涪陵的盈利能力也可以修复。

图 36：中化涪陵股权结构及产能布局



资料来源：Wind，公司公告，重庆市涪陵区人民政府，长江证券研究所

中化长山：吉林省知名化肥企业

2008 年 12 月 30 日，中化化肥有限公司全面完成对吉林化肥农药集团的收购重组，企业更名为中化吉林长山化工有限公司（简称“中化长山”），目前中化化肥持股 98.16%，少数股东为吉林省国资委。中化长山的前身是吉林省长山化肥厂，始建于 1969 年，地处吉林省松原市前郭尔罗斯蒙古族自治县境内的长山镇。公司拥有 18 万吨/年合成氨产能、30 万吨/年尿素产能、40 万吨/年复混肥产能，是吉林省知名的化肥生产企业。“长山牌”商标是吉林省著名商标。

表 6：中化长山产能明细（2024A）

类别	产品	产能（万吨/年）
主产品	尿素	30
主产品	复混肥	40
中间产品	合成氨	18

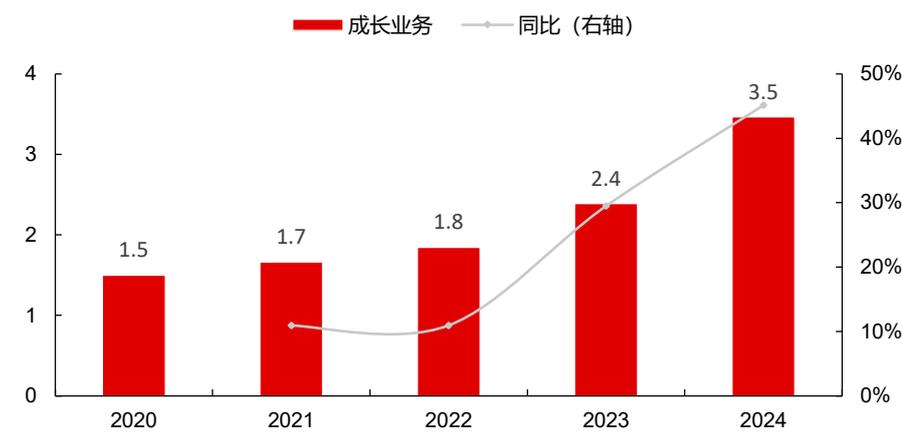
资料来源：公司官网，长江证券研究所

注：合成氨是生产尿素的中间产品，在销售合成氨利润高于销售尿素时，可以不生产尿素直接销售合成氨

成长业务：借力大股东，复合肥红海突围

公司成长业务包括研究、生产和销售生物复合肥和特种肥料，以及通过与先正达集团股份有限公司内部合作，销售植保及种子，利润主要来自复合肥。复合肥行业竞争残酷，企业需在技术、成本、渠道、品牌、服务全方面比拼。公司的成本和渠道是传统长板，近年背靠大股东先正达的支持，依托公司自有的“耕地保护国家工程研究中心”国家级研发平台，发力攻关“生物+”复合肥，成功突围，分部溢利取得明显增长。

图 37：公司成长业务分部溢利稳健增长（单位：亿元）



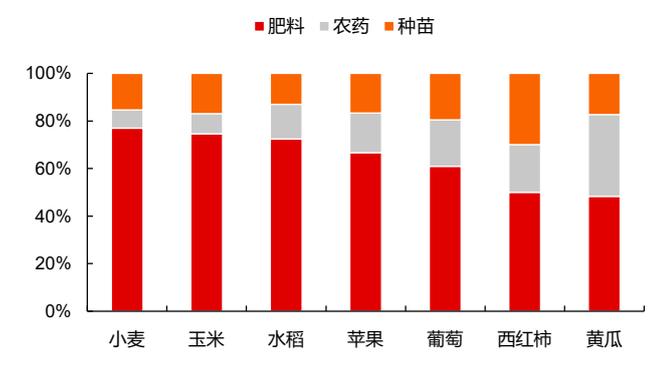
资料来源：公司公告，长江证券研究所

中国农业现代化发展，肥料也需发力

化肥占主粮作物投入农资成本的 70% 以上，对国家粮食安全至关重要，亟待技术创新。

近年来我国农业现代化发展面临肥料利用率低、耕地质量下降等诸多问题，亟待行业龙头引领技术创新，提供农业现代化的解决方案，以提高肥料利用率，减缓耕地质量下降，提高农民收入，确保我国粮食安全。

图 38：化肥占主粮作物投入农资成本的 70% 以上



资料来源：汉彬洲调研报告，中化化肥，长江证券研究所

图 39：“十四五”规划粮食作物肥料利用率达到 43% 以上

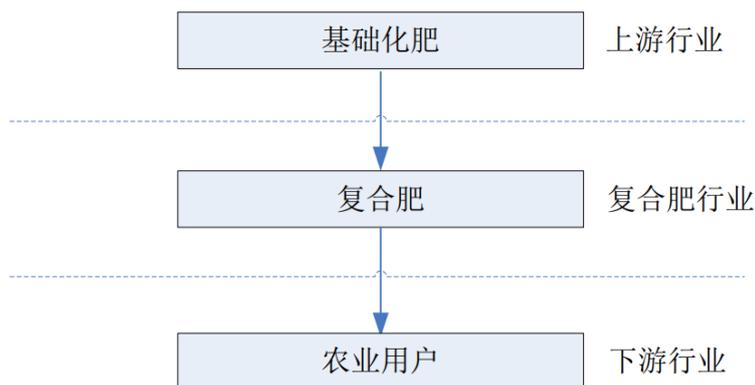


资料来源：政府网站，长江证券研究所

复合肥行业竞争残酷，企业需具有优势方能胜出

复合肥指含 2 种或 2 种营养元素以上的化肥，需求整体保持稳定增长，年消费量近年在 5000 万吨上下波动。复合肥上游行业为单质肥料，即氮肥、磷肥、钾肥等；从复合肥的生产成本构成来看，氮肥、磷肥、钾肥等基础原材料成本占比一般达到 80% 以上。下游是终端农户，用于粮食、蔬菜、水果等生产。

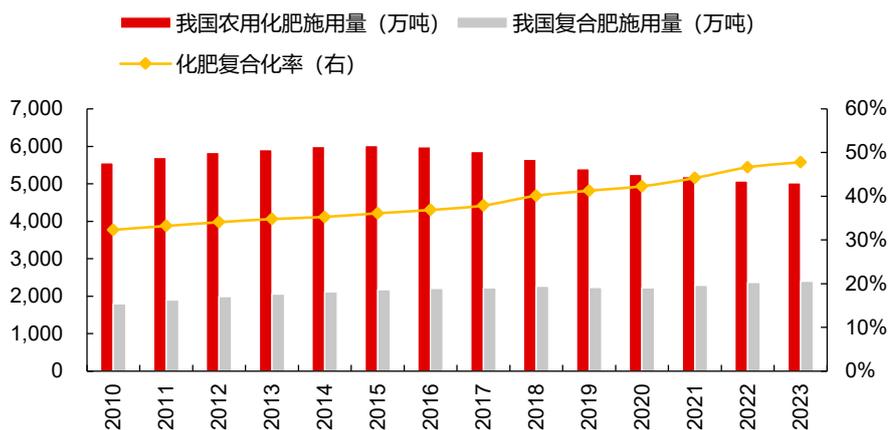
图 40：复合肥上游为基础化肥，终端为农户



资料来源：芭田股份公司公告，长江证券研究所

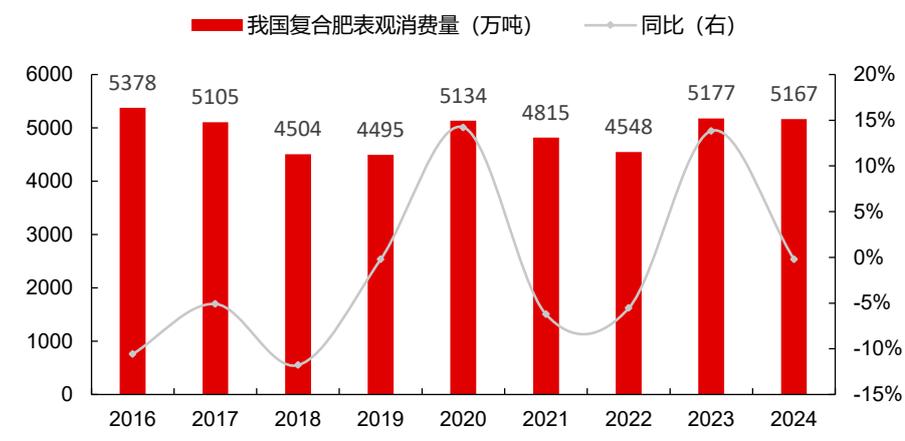
我国化肥复合化率持续提升，支撑复合肥需求韧性。近年来化肥施用正发生结构性变化：单质肥料（如尿素、磷肥等）的使用比重呈下降趋势，化肥复合化率（即复合肥料的施用量占化肥总施用量的比例）不断提高。国家统计局公布的统计数据显示，近 20 年来我国复合肥施用量增速显著高于氮肥、磷肥及钾肥总施用量的增速。1980 年我国化肥复合化率仅为 2.1%，1990 年提高到 13.2%，2000 年提高到 22.1%，2010 年提高到 32.3%，2023 年进一步提高到 47.8%。

图 41：我国化肥复合化率持续提升



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

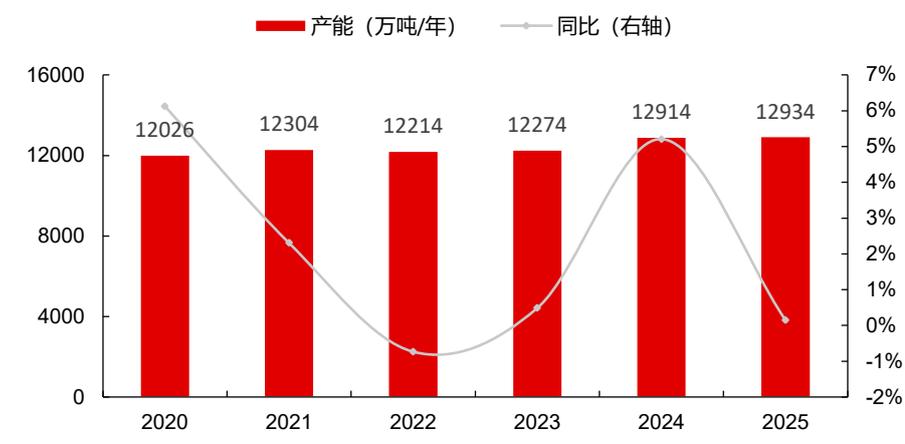
图 42：我国复合肥年度表观消费量稳定



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

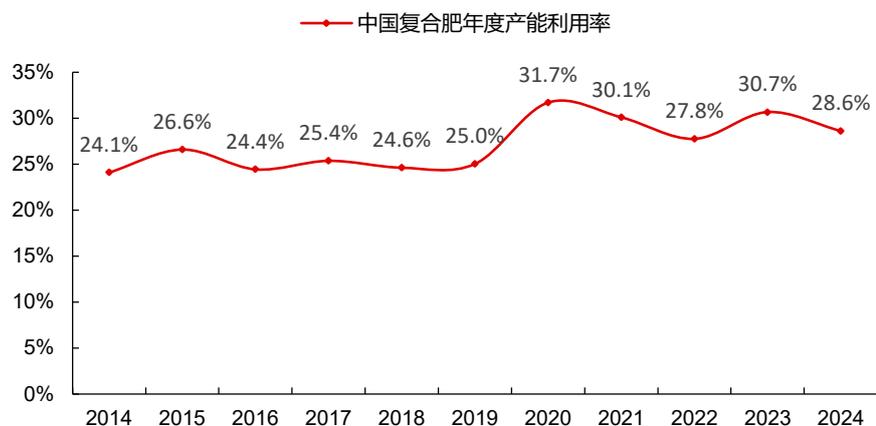
我国复合肥竞争激烈，产能近年稳中有升，开工率 3 成附近。传统复合肥产能严重过剩，竞争残酷，企业需要具有技术、成本、渠道、品牌、服务优势方能取得订单，在竞争中胜出。目前国内获得复合肥生产许可证的复合肥企业数千家，各类复合肥企业良莠不齐，复合肥行业已进入技术、成本、渠道、品牌、服务全面比拼的时代。

图 43：我国复合肥产能近年稳中有升



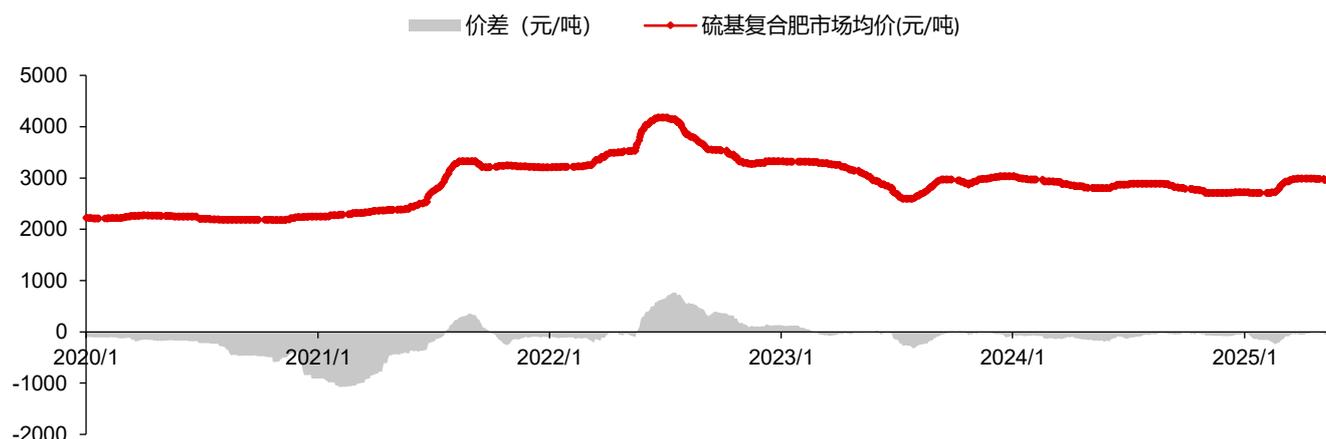
资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

图 44：我国复合肥负荷率近年在 3 成上下波动



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 45：我国复合肥价格价差走势

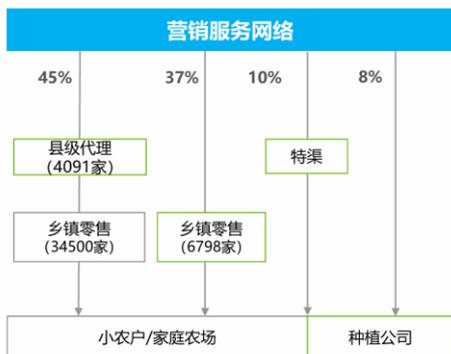


资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

公司优势：背靠大股东，发力“生物+”战略

2020 年前，公司复合肥成本和渠道优势领先，短板在于技术。公司依托化肥贸易起家，具有行业领先的钾肥、磷肥成本优势；公司在中国主要的农业省、农业县拥有自己建设的、国内领先的分销服务网络，覆盖了中国 95%的耕地面积，具有顶尖的销售渠道。

图 46：公司营销服务网络成熟（2023A）



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 47：公司渠道网络覆盖完善（2023A）



资料来源：公司官网，长江证券研究所

复合肥行业提高产品性能的技术方案主要有四：

- **缓释法增效改性：**树脂包膜缓释肥料是我国最为重要的缓释肥料品种之一，关键在于获得成膜技术并消化吸收。
- **稳定法增效改性：**稳定肥料是指通过添加脲酶抑制剂和/或硝化抑制剂等，调节土壤酶或微生物活性，减缓尿素的水解和对铵态氮的硝化-反硝化作用，达到肥料氮素缓慢转化和减少损失的目的。关键在于筛选更加廉价、高效、环保的脲酶抑制剂和硝化抑制剂，用到稳定肥料生产中。
- **增效剂法增效改性：**增效剂微量高效，添加量多在万分之三到千分之三之间。关键技术是开发微量高效、环保安全的肥料增效剂。
- **有机物料与化学肥料复合(混)：**目前尚无龙头企业带动该方向发展，亟需开发产能高、养分含量高、效果好、品相优的有机无机复混肥料生产新工艺。

表 7：传统化肥增效改性提升产品性能的技术方案

技术方向	技术思路
缓释法增效改性	通过发展缓释肥料，调控肥料养分在土壤中的释放过程，最大限度地使养分供应与作物需肥节律相一致，从而提高肥料的利用率
稳定法增效改性	通过添加脲酶抑制剂或/和硝化抑制剂，以降低土壤脲酶和硝化细菌活性，减缓尿素在土壤中的转化速度，从而减少挥发、淋洗等损失，提高氮肥的利用率
增效剂法增效改性	专指在肥料生产过程中加入海藻酸类、腐植酸类和氨基酸类等天然活性物质
有机物料与化学肥料复合(混)	将有机物料与化学肥料复合(混)，提高化肥养分利用率

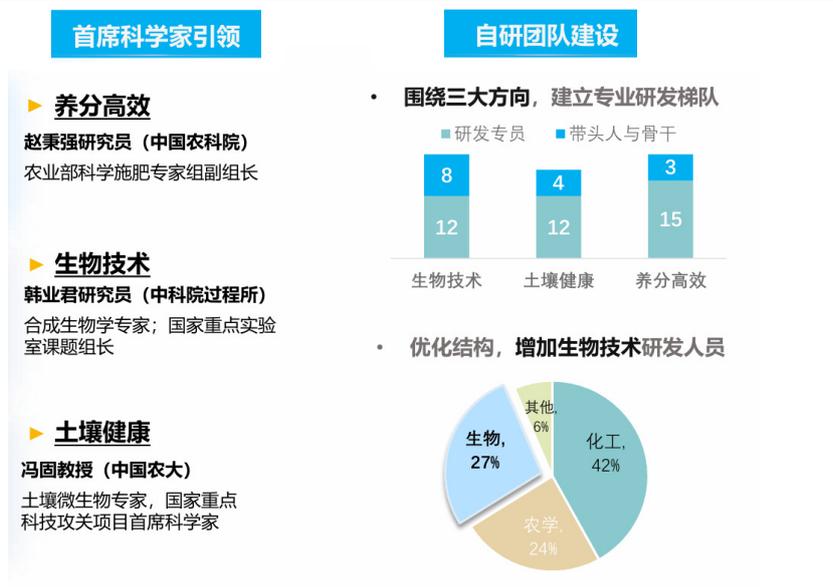
资料来源：赵秉强《传统化肥增效改性提升产品性能与功能》(2016)，长江证券研究所

两化合并为公司带来生物科技技术支持。2020 年两化合并，中国化工和中化集团农化业务整合，中化集团旗下的中化化肥 (00297.HK)、扬农化工 (600486.SH)、荃银高科 (300087.SZ) 和中国化工旗下的先正达集团、安道麦 A (000553.SZ) 等农化企业业务整合，先正达集团成为中化化肥的控股股东。先正达集团是蜚声全球的农业科技巨头，公司获得了强有力的生物科技技术支持。

公司发力“生物+”战略，重心集中于生物加技术，组建了专业研发梯队，取得了丰硕成果，打造了数个大单品，补足了竞争短板。公司聘请了中国农科院的赵秉强研究员、中科院过程所的韩业君研究员、中国农大的冯固教授作为首席科学家，围绕生物技术、土壤健康、养分高效三大方向建立了专业研发团队。核心思路是沿着**增效剂法增效改性**

技术路线，使用生物技术开发增效改性剂，以提高肥料性能。近年来，公司“生物+”战略成果颇丰。

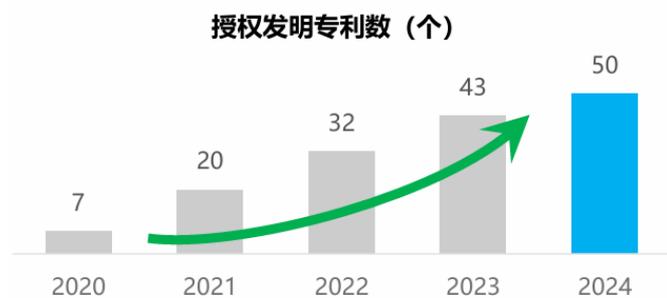
图 48：公司组建专业研发团队



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 49：公司“生物+”战略科研成果丰硕

累计核心发明专利50项，其中生物技术专利27项



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 50：公司“生物+”战略打造了数个大单品

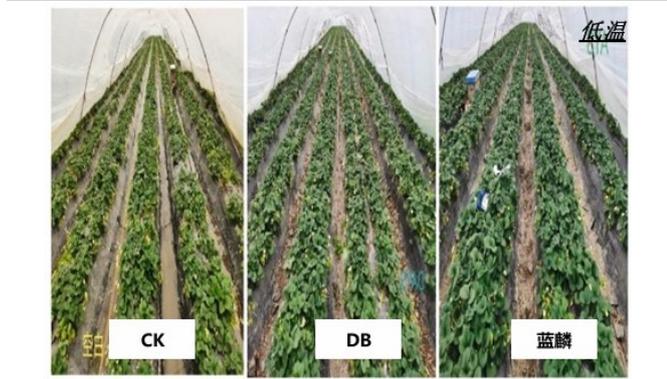
大单品打造

- 生物复合肥：蓝磷®、雅欣®、科得丰®
- 生物制剂：优翠露®、优靓美®
- 生物磷/钾肥：美麟美®、威得丰®

资料来源：公司官网，长江证券研究所

“生物+”肥料市场认可度高，销量增长迅猛，成为公司业务发展的重要“引擎”。2024年公司生物肥料销售量为135万吨，同比增长24%；贡献营业收入43亿元，同比增长19%，占公司营业收入的22%。受“生物+”肥料放量驱动，公司成长业务分部溢利稳健增长，2024年达3.5亿元。

图 51: 草莓施用“蓝麟”“生物+”复合肥对比普通复合肥



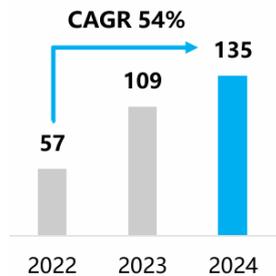
资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

图 52: 小麦施用“美麟美”“生物+”磷肥对比普通磷肥



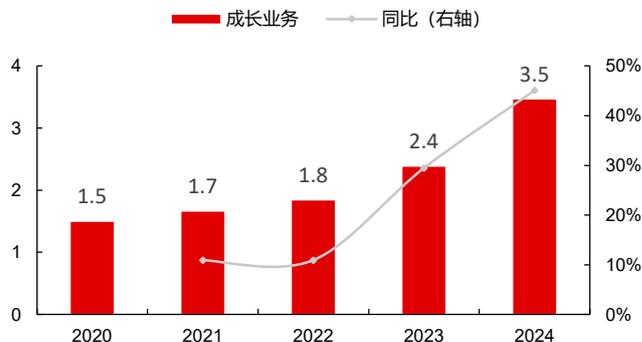
资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

图 53: 公司“生物+”肥料销量增长迅猛(单位: 万吨)



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

图 54: 公司成长业务分部溢利稳健增长(单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 55: 未来公司“生物+”战略将持续发力, 打造更多具有竞争力的大单品



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司是中国化肥行业领军企业，资产质量优异，盈利能力强，现金流强劲，分红率保持较高水平。未来公司钾肥进口主通道地位稳固，基础业务盈利稳定；“生物+”战略有望持续发力，支撑公司业绩上行。预计 2025-2027 年归属普通股股东净利润为 14.6、15.5、16.3 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、我国农业政策变化。目前我国农业政策的核心是“粮食安全”，若未来政策转向为“减肥增效”、“环境保护”，鼓励多用有机肥，少用化肥，则国内化肥需求将受到影响。
- 2、全球磷资源景气回落。目前磷矿石盈利处于近年来相对高位，支撑中化云龙利润；海外磷肥价格处于相对高位，支撑公司磷肥业务利润。若未来磷资源景气回落，公司盈利能力或受到影响。
- 3、钾肥进口贸易资质放松。目前钾肥属于我国依赖进口的农业资源品，进口贸易政策性较强。若未来资质放松，行业或竞争加剧，盈利能力下行。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们预计随着公司“生物+”战略不断落地，公司业绩有望保持快速增长。基于以上假设，我们预测 2025-2027 年营收分别为 216.5/220.4/224.3 亿元，同比增速分别为 1.8%/1.8%/1.8%，归属净利润分别为 14.6/15.5/16.3 亿元，同比增速分别为 37.5%/6.0%/5.7%。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若公司战略推进落地进度不及预期，则公司未来收入/业绩增速可能会有所下滑。假设悲观情况下，2025-2027 年公司营业收入同比增速分别降低至 1.6%/1.6%/1.6%，毛利率分别降低至 12.7%/13.3%/13.8%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降低至 5.0%/5.1%/4.8%。

表 8：公司收入和利润敏感性分析（百万元）

	基准情形				悲观情形			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21265	21647	22037	22433	21265	21609	21959	22314
同比	-2.1%	1.8%	1.8%	1.8%	-2.1%	1.6%	1.6%	1.6%
毛利率	12.0%	14.2%	14.7%	15.3%	12.0%	12.7%	13.3%	13.8%
归母净利润	1061	1458	1546	1634	1061	1114	1171	1228
同比	-10.4%	37.5%	6.0%	5.7%	-10.4%	5.0%	5.1%	4.8%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。