磷产业链景气，公司资源优势显著

华泰研究 首次覆盖

2025 年 8 月 13 日 | 中国内地 农用化工

首次覆盖云天化给予“买入”评级，目标价 41.47 元（对应 25 年 13xPE 估值）。公司磷肥/尿素/磷矿石等产能国内居前。粮食安全政策纲领指引及种植面积增长下国内及全球化肥需求有望稳步提升，而磷矿扩产受限，公司具备稀缺产能优势，叠加新能源需求带动，我们预计磷矿将维持至少 3 年维度高景气并筑牢盈利中枢，公司扩产逐步贡献增量。公司资产负债率持续优化，且高股息率有望保持，有望迎来价值重估。

种植面积增长带动肥料需求提升，公司享磷肥/尿素稀缺产能优势

据美国农业部等，全球粮食作物播种面积近年持续增加，预计 28 年全球化肥消费量达 2.2 亿吨，25-28 年 CAGR 达 2%。24 年我国播种面积同比+2%，粮食安全政策纲领指引及种植面积增长下国内化肥需求有望稳步增长。磷铵、尿素新增产能受限，同时国家推动高耗能尿素固定床装置清退，受益于需求增长，预计 25-26 年二铵开工率为 51%/53%，尿素为 86%/87%，逐年稳步提升，我们预计或对价格端有一定支撑。公司磷肥/尿素产能 555/260 万吨，国内居前享规模及一体化优势。

供需面较好下磷矿维持景气，公司具备资源优势并加码布局磷矿石

磷矿石为我国战略性矿产资源，需求方面，下游磷酸铁锂出货量增长及国内外种植面积增长支撑磷矿需求侧；供给方面，海外磷矿头部企业资本开支增速有所放缓，国内主要新产能在 26 年及之后，且部分省份磷矿产量、出省量受限。供需中长期趋紧下价格有所支撑，25 年来贵州磷矿石市场价格维持在 1040 元/吨。公司磷矿石原矿生产能力达 1450 万吨/年，居国内第二，在磷肥及磷化工产品上具成本优势。公司 200 万吨磷矿石项目 25 年试生产，碗厂磷矿勘探顺利，资源量达 24 亿吨，未来有望进一步加强资源优势。

未来盈利中枢有望保持稳健、财务结构持续优化，有望保持高分红率

供给受限下公司具备肥料产能优势，同时依托磷矿石资源品属性，我们预计在磷矿石未来三年有望维持当前价格高位下，公司未来盈利中枢稳健。24 年公司分红比例/年末股息率达 48%/6.7%，且承诺在 25-26 年分红比例不低于 45%。公司资产负债率近年来持续降低，亦有望助力分红率提升。

我们与市场观点不同之处

市场认为磷矿在新产能陆续投产下价格高位较难维持，我们认为磷资源目前在全球需求增长下仍扩产不足。磷酸铁锂等需求增长迅速，而海外磷矿头部企业近年来资本开支增速放缓，国内主要新增产能出现在 26 年及之后，整体供应仍有所受限。市场对公司的高分红价值有所忽视，我们认为公司未来增量可期且具备高分红价值，磷矿石项目有序推进有望进一步加强原料优势，24-26 年度分红率不低于 45%助力公司价值重估。

盈利预测与估值

我们预测公司 25-27 年归母净利润为 58/62/65 亿元，同比+9%/+6%/+6%，对应 EPS 为 3.19/3.39/3.59 元。参考可比公司 25 年平均 13xPE 的 Wind 一致预期，给予公司 25 年 13xPE 估值，目标价 41.47 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；新项目进度不及预期；原材料价格大幅波动。

投资评级(首评)：	买入
目标价(人民币)：	41.47

庄汀洲 研究员
SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com
SFC No. BQZ933 +(86) 10 5679 3939

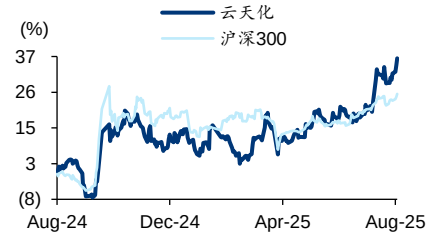
张雄 研究员
SAC No. S0570523100003 zhangxiong@htsc.com
SFC No. BVN325 +(86) 10 6321 1166

杨泽鹏* 研究员
SAC No. S0570525070014 yangzepeng@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价 (人民币)	41.47
收盘价 (人民币 截至 8 月 13 日)	25.71
市值 (人民币百万)	46,869
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	612.87
52 周价格范围 (人民币)	18.51-25.71
BVPS (人民币)	12.98

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	61,537	63,387	64,524	65,658
+/-%	(10.89)	3.01	1.79	1.76
归属母公司净利润 (百万)	5,333	5,818	6,184	6,537
+/-%	17.93	9.09	6.29	5.71
EPS (最新摊薄)	2.93	3.19	3.39	3.59
ROE (%)	25.95	24.26	22.65	21.24
PE (倍)	8.79	8.06	7.58	7.17
PB (倍)	2.10	1.83	1.62	1.44
EV EBITDA (倍)	5.56	5.21	4.60	3.95
股息率 (%)	5.45	5.98	6.35	6.72

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	17,311	16,664	19,785	21,869	25,963
现金	6,434	6,937	9,342	11,408	14,837
应收账款	903.09	1,669	972.01	1,179	1,299
其他应收账款	152.74	86.69	159.94	91.11	164.35
预付账款	614.68	305.25	642.34	322.25	659.29
存货	7,545	6,070	7,072	7,273	7,406
其他流动资产	1,662	1,596	1,597	1,596	1,597
非流动资产	35,259	34,816	34,206	33,360	32,404
长期投资	3,515	3,649	4,477	5,258	6,002
固定投资	22,547	20,624	19,489	18,257	16,941
无形资产	4,565	4,789	4,751	4,710	4,726
其他非流动资产	4,633	5,754	5,490	5,136	4,734
资产总计	52,571	51,480	53,991	55,229	58,367
流动负债	17,692	15,685	16,365	15,592	16,439
短期借款	5,883	4,069	4,069	4,069	4,069
应付账款	4,306	5,012	5,196	5,314	5,401
其他流动负债	7,504	6,605	7,101	6,209	6,969
非流动负债	12,868	11,218	9,025	6,831	4,692
长期借款	11,180	9,449	7,256	5,062	2,923
其他非流动负债	1,688	1,769	1,769	1,769	1,769
负债合计	30,560	26,903	25,390	22,423	21,131
少数股东权益	3,268	2,218	2,993	3,816	4,686
股本	1,834	1,834	1,823	1,823	1,823
资本公积	7,194	7,282	7,282	7,282	7,282
留存公积	9,764	13,276	16,693	20,326	24,166
归属母公司股东权益	18,742	22,358	25,608	28,991	32,550
负债和股东权益	52,571	51,480	53,991	55,229	58,367

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	9,437	10,752	9,153	8,711	10,196
净利润	5,493	6,043	6,592	7,007	7,407
折旧摊销	2,745	3,034	2,523	2,741	2,896
财务费用	702.81	488.32	253.92	178.89	100.90
投资损失	(456.45)	(594.99)	(518.00)	(490.00)	(489.00)
营运资金变动	(136.25)	960.85	262.61	(767.47)	213.91
其他经营现金	1,089	820.79	39.88	41.14	67.40
投资活动现金	(2,917)	(1,287)	(1,364)	(1,375)	(1,445)
资本支出	(1,943)	(1,759)	(968.91)	(977.42)	(1,042)
长期投资	(72.52)	(117.69)	(827.72)	(781.20)	(744.11)
其他投资现金	(902.02)	589.17	432.14	383.43	341.59
筹资活动现金	(6,233)	(8,936)	(5,384)	(5,269)	(5,322)
短期借款	(4,162)	(1,814)	0.00	0.00	0.00
长期借款	2,860	(1,731)	(2,193)	(2,194)	(2,139)
普通股增加	(0.43)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(100.80)	87.93	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(4,830)	(5,479)	(3,191)	(3,075)	(3,183)
现金净增加额	249.89	534.55	2,405	2,067	3,429

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	69,060	61,537	63,387	64,524	65,658
营业成本	58,579	50,767	52,566	53,074	53,578
营业税金及附加	824.69	957.56	697.26	709.77	722.24
营业费用	799.85	759.62	697.26	709.77	722.24
管理费用	988.60	1,111	950.80	967.87	984.87
财务费用	702.81	488.32	253.92	178.89	100.90
资产减值损失	(445.84)	(556.08)	(572.79)	(583.07)	(593.32)
公允价值变动收益	0.63	0.44	0.44	0.44	0.44
投资净收益	456.45	594.99	518.00	490.00	489.00
营业利润	6,825	7,138	7,770	8,354	8,964
营业外收入	20.68	40.62	20.00	20.00	20.00
营业外支出	266.13	129.53	100.00	200.00	270.00
利润总额	6,579	7,049	7,690	8,174	8,714
所得税	1,086	1,006	1,098	1,167	1,307
净利润	5,493	6,043	6,592	7,007	7,407
少数股东损益	971.15	709.79	774.33	823.07	870.02
归属母公司净利润	4,522	5,333	5,818	6,184	6,537
EBITDA	10,057	10,555	10,449	11,077	11,693
EPS (人民币，基本)	2.47	2.91	3.19	3.39	3.59

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(8.30)	(10.89)	3.01	1.79	1.76
营业利润	(20.27)	4.59	8.85	7.52	7.30
归属母公司净利润	(24.90)	17.93	9.09	6.29	5.71
获利能力 (%)					
毛利率	15.18	17.50	17.07	17.75	18.40
净利率	7.95	9.82	10.40	10.86	11.28
ROE	25.76	25.95	24.26	22.65	21.24
ROIC	21.18	23.12	26.81	30.29	36.07
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.13	52.26	47.03	40.60	36.20
净负债比率 (%)	63.23	38.94	16.10	0.76	(14.57)
流动比率	0.98	1.06	1.21	1.40	1.58
速动比率	0.49	0.63	0.71	0.89	1.06
营运能力					
总资产周转率	1.31	1.18	1.20	1.18	1.16
应收账款周转率	50.48	47.85	48.00	60.00	53.00
应付账款周转率	14.47	10.90	10.30	10.10	10.00
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.48	2.93	3.19	3.39	3.59
每股经营现金流(最新摊薄)	5.18	5.90	5.02	4.78	5.59
每股净资产(最新摊薄)	10.28	12.26	14.05	15.90	17.86
估值比率					
PE (倍)	10.36	8.79	8.06	7.58	7.17
PB (倍)	2.50	2.10	1.83	1.62	1.44
EV EBITDA (倍)	6.37	5.56	5.21	4.60	3.95

资料来源：公司公告、华泰研究预测

正文目录

投资要点 4
粮食安全政策纲领指引及种植面积增长下二铵供需格局较好，磷矿供需面较好有望维持景气 4
公司化肥具备规模优势、磷肥具备成本优势，积极拓展磷矿石资源 4
财务结构持续优化，高分红比例有望保持 4
我们与市场观点不同之处 4
云天化：国内化肥行业领先企业，不断优化产业链 5
国内化肥行业领先企业，不断强化产业链优势 5
公司盈利情况自 21 年起大幅改善，磷资源产业链贡献主要利润 7
化肥：种植面积增长带动需求，供给缓扩张带来磷产业链高景气 10
全球种植面积稳步增长，化肥消费量逐渐增长 10
磷化工：磷矿供需皆较好支撑产业链持续景气，新能源需求增量可期 11
磷矿石：我国战略性矿产资源，供需中长期趋紧下价格有所支撑 11
磷酸二铵：供需格局较好，国内外价差持续高位 15
磷酸一铵：下游复合肥增长及出口放开带动一铵需求侧，新能源等领域支撑工铵需求 18
尿素：需求端稳步增长，成本端有所改善 20
公司化肥具备稀缺产能优势，依托磷矿资源成本优势明显 23
磷肥：磷矿储量及开采能力位居全国前列，公司磷肥具备成本及规模优势 23
尿素：规模优势显著，公司品牌具备高影响力 24
磷化工及新材料：磷化工成本端优势明显，POM 规模及技术领先 24
首次覆盖云天化，给予“买入”评级 26
风险提示 29

投资要点

云天化是从事磷肥、尿素、复合肥等化肥业务和聚甲醛、饲钙、磷矿石等化工业务的国内领先企业，我们认为：

粮食安全政策纲领指引及种植面积增长下二铵供需格局较好，磷矿供需面较好有望维持景气

据美国农业部等，24 年我国播种面积达 163 百万公顷，同比+2%，25 年播种面积有望同比+1%，支撑化肥消费量。24 年我国磷酸二铵消费量同比+6%至 958 万吨，在粮食安全背景及新一轮千亿斤粮食产能提升行动下，未来二铵需求量有望达 1000 万吨左右，且 25 年出口端有所放开，而新增产能受限，国内二铵产能较集中且供给格局较好（24 年 CR4 为 62%）。下游磷酸铁锂等增长迅速带动磷矿石需求侧，同时海外磷矿头部企业资本开支增速有所放缓，国内磷矿石主要新增产能出现在 26 年及之后，且部分省份磷矿产量、出省量受限，供需中长期趋紧下磷矿景气有望维持，磷酸二铵短期亦较景气。下游农施、复合肥有望带动尿素消费量，出口放开、新增产能受限以及高耗能固定床装置清退下，尿素供需格局亦有望改善。

公司化肥具备规模优势、磷肥具备成本优势，积极拓展磷矿石资源

公司 24 年磷肥/尿素/复合肥产能分别为 555/260/185 万吨，生产规模均居国内前列，在磷铵、尿素新产能受限下，公司稀缺产能优势有望加强，我们预计公司磷肥毛利 25-27 年占比分别为 59%/58%/57%。公司磷矿石原矿生产能力达 1450 万吨/年，位居国内第二，据我们测算，24 年云天化/湖北宜化磷酸二铵单吨成本为 2103/2823 元/吨，24 年云天化/川金诺饲料级磷酸钙盐单吨成本为 2233/2798 元/吨，22 年云天化/兴发集团黄磷单吨成本为 13146/18920 元/吨，磷肥及磷化工产品具备成本优势。此外，公司 200 万吨昆阳二矿地下开采项目 25 年已开始试生产，450 万吨/年磷矿浮选项目按计划加速推进，25 年合资公司聚磷新材提前完成镇雄磷矿勘探野外工作，该磷矿资源量达 24 亿吨，平均品位 23%，未来或将大幅提升公司成本端优势。

财务结构持续优化，高分红比例有望保持

在化肥产能及磷矿石资源品优势下，公司未来盈利中枢稳健。公司资产负债率由 18 年的 91%下降至 25Q1 的 50%，25 年公司将进一步加强财务结构优化，资产负债率有望控制在 46%左右。24 年公司分红比例提升至 48%，年末股息率达 6.7%，25 年初公司承诺在 24-26 年度现金分红比例不低于 45%，在未来盈利和现金流较好下，公司有望保持较高现金分红比例，积极回报投资者，我们预计 25/26/27 年的股息率有望达 6.0%/6.4%/6.7%（对应 25/8/13 股价）。

我们与市场观点不同之处

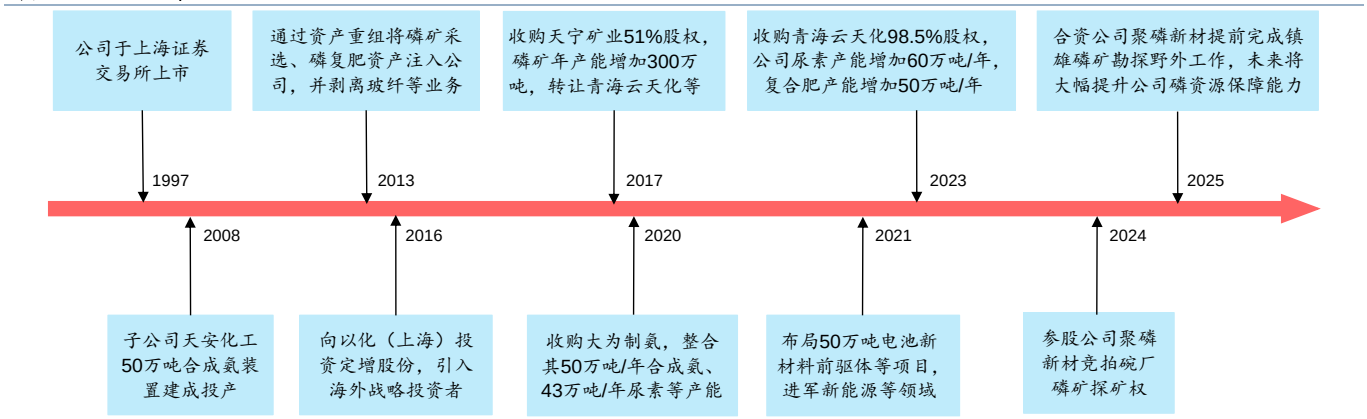
市场认为磷矿在新产能陆续投产下价格高位较难维持，我们认为磷资源目前在全球需求增长下仍扩产不足。需求方面，动力电池的发展带动磷酸铁锂需求增长迅速，占我国磷矿石需求量由 22 年的 6%有望增至 27 年的 11%，国内外种植面积的增长亦支撑磷肥需求量。供给方面，海外磷矿头部企业 Mosaic、Nutrien 等近年来资本开支增速有所放缓，国内主要新增产能出现在 26 年及之后，整体供应仍有所受限。市场对公司的高分红价值有所忽视，我们认为公司未来增量可期且具备高分红价值，公司 200 万吨磷矿石项目 25 年试生产，碗厂磷矿勘探顺利且资源量达 24 亿吨，未来有望进一步加强原料优势，公司承诺 24-26 年度分红比例不低于 45%，未来高分红率助力公司价值重估。

云天化：国内化肥行业领先企业，不断优化产业链

国内化肥行业领先企业，不断强化产业链优势

公司的主要业务是化肥、磷矿采选、磷化工及新材料等，主要产品包括：以煤炭、天然气为原料生产的尿素；以磷矿石、硫磺为原料生产的磷肥、饲钙等；依托磷源、氨源优势生产的复合肥；依托资源、技术优势生产的聚甲醛、黄磷等。公司起步于 1972 年国家“四三方案”，是最早的 13 套大化肥装置之一，97 年上市后继续扩建合成氨和尿素，并拓展聚甲醛、玻纤等业务。13 年公司完成两次重大资产重组，集团将磷矿采选、磷复肥等资产注入公司，同时剥离玻纤等业务。17 年公司收购天宁矿业、转让青海云天化等实现业务优化。21 年公司布局电池前驱体等切入新能源领域。25 年 4 月合资公司聚磷新材提前完成镇雄磷矿勘探野外工作，未来或将大幅提升公司磷资源保障能力。

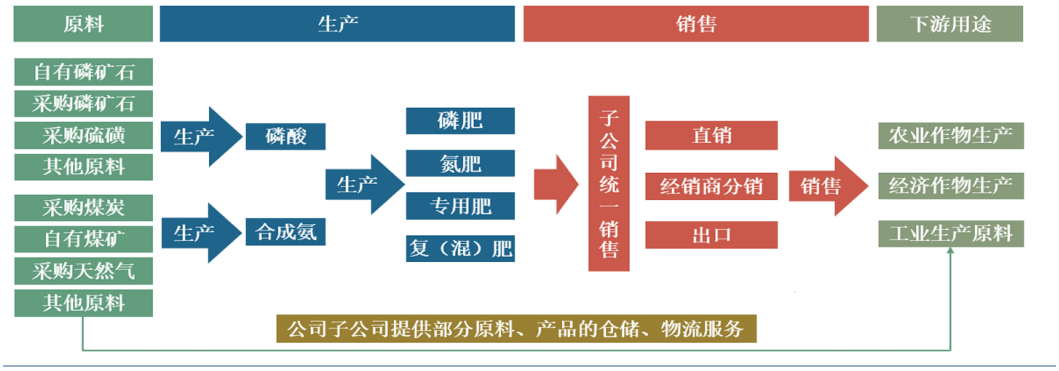
图表1：云天化发展历程



资料来源：公司公告，华泰研究

据 24 年报，公司磷肥/尿素/复合肥/饲料级磷酸钙盐/聚甲醛/黄磷产能分别为 555/260/185/50/9/3 万吨，磷酸二铵/磷酸一铵产能分别为 445/70 万吨，在建项目电池新材料前驱体配套 450 万吨/年磷矿浮选项目按计划推进。公司现有磷矿储量近 8 亿吨，原矿生产能力 1450 万吨/年，浮选生产能力 750 万吨/年，是我国最大的磷矿采选企业。

图表2：公司化肥产业链



资料来源：公司公告，华泰研究

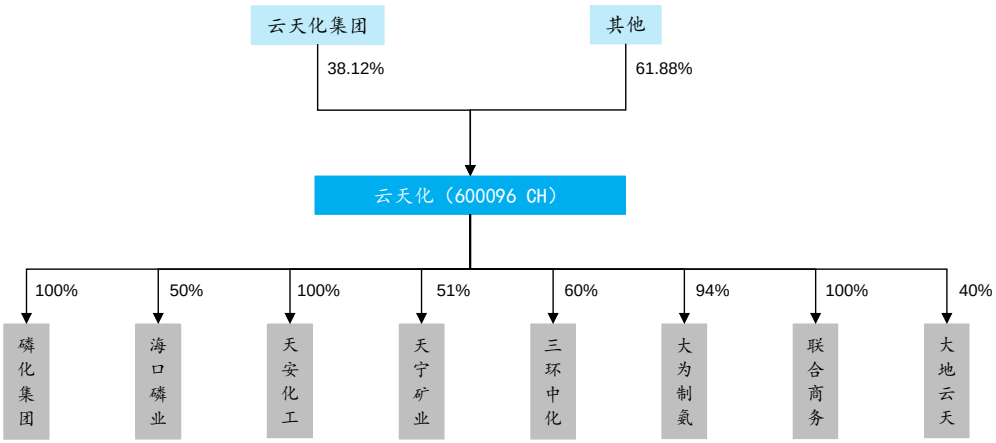
图表3：公司主要产品近年来产能情况（单位：万吨）

产品	2020	2021	2022	2023	2024
磷肥	555	555	555	555	555
云峰化工	58	58	58	58	58
红磷化工	95	95	95	95	95
天安化工	192	192	192	192	192
三环中化	120	120	120	120	120
三环新盛	60	60	60	60	60
尿素	200	200	200	260	260
水富云天化	76	76	76	76	76
金新化工	80	80	80	80	80
大为制氨	43	43	43	43	43
青海云天化				60	60
复合肥	126	128	132	185	185
复合肥事业部		83	83	83	83
青海云天化				50	50
饲料级磷酸钙盐	50	50	50	50	50
聚甲醛	9	9	9	9	9
磷矿石	1450	1450	1450	1450	1450
黄磷	3	3	3	3	3
电池新材料前驱体			10	10	10
湿法精制磷酸			20	20	20
电池级磷酸二氢铵			10	10	10
设施农用磷酸二氢钾			4	6	6

资料来源：公司公告，华泰研究

截至 25Q1，大股东云天化集团持有公司 38.12%股权，而云南省国资委合计持有云天化集团 86.03%股权。公司拥有磷化集团、天安化工、天宁矿业、三环中化、大为制氨、联合商务等多个子公司。此外，海口磷业、大地云天等为公司联营企业，公司持有其 50%/40%股权。

图表4：股权结构示意图（截至 2025 年一季报）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：云天化部分联营企业及子公司情况（2024）

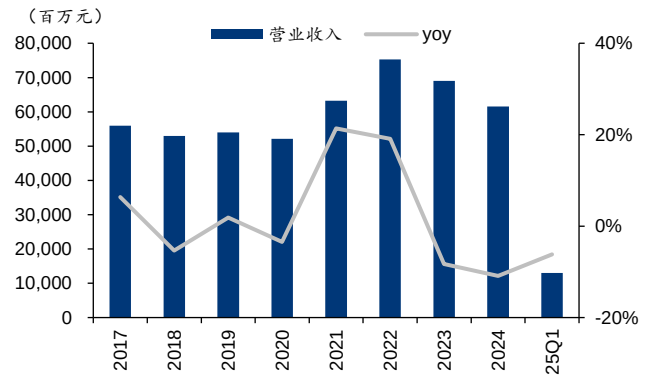
联营企业/子公司名称	主要业务	总资产（亿元）	净利润（亿元）
磷化集团（100%）	磷矿石采选、销售	79.0	20.3
海口磷业（50%）	生产、销售磷矿石、化肥等产品	52.3	8.0
天安化工（100%）	生产、销售液氨等	75.7	6.5
天宁矿业（51%）	磷矿石采选、销售等	11.6	4.7
三环中化（60%）	生产、经营化肥和化工产品等	22.4	4.7
大为制氨（94%）	生产、销售液氨、尿素等	26.9	4.1
联合商务（100%）	国际贸易、国内贸易，物资供销等	52.1	3.8
大地云天（40%）	化工产品研发、生产、销售	27.5	3.5

资料来源：公司公告，华泰研究

公司盈利情况自 21 年起大幅改善，磷资源产业链贡献主要利润

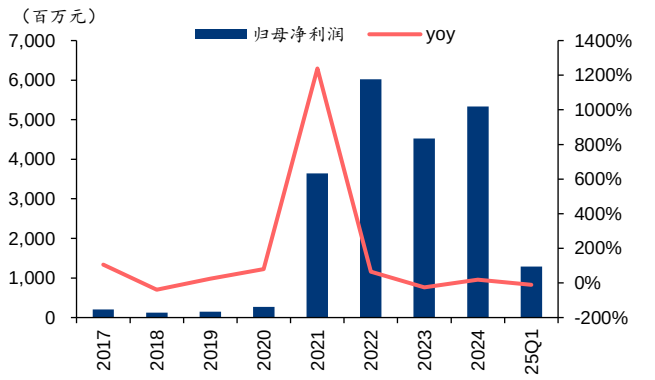
据公司公告，24 年公司实现营收 615.4 亿元，同比-11%，主要系公司商贸大豆价格下降，实现归母净利润 53.3 亿元，同比+18%，主要系基于公司磷资源的产品继续保持较好盈利；25Q1 公司实现营收 130.0 亿元，同比-6%，实现归母净利润 12.9 亿元，同比-12%，主要系磷肥、复合肥、尿素价格下降，而原料硫磺价格上涨。17-20 年受化肥行业景气低迷及资产负债率较高等影响，公司业绩承压。21 年开始在全球农业、新能源需求拉动下，磷矿、化肥价格上涨，公司盈利维持较高水平，23 年盈利下降主要系主产品价格同比下降。

图表6：云天化营收增长情况



资料来源：公司年报，华泰研究

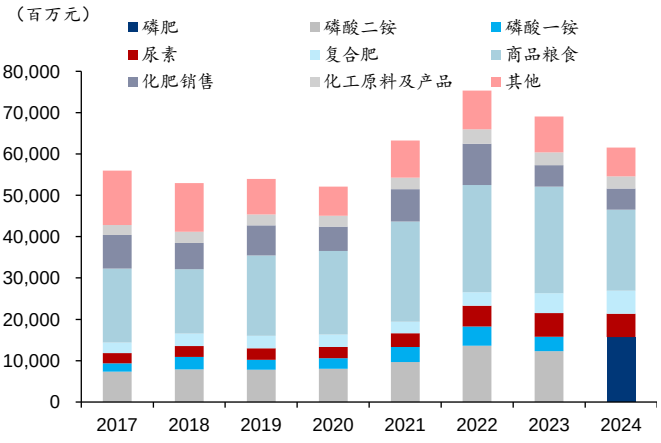
图表7：云天化归母净利增长情况



资料来源：公司年报，华泰研究

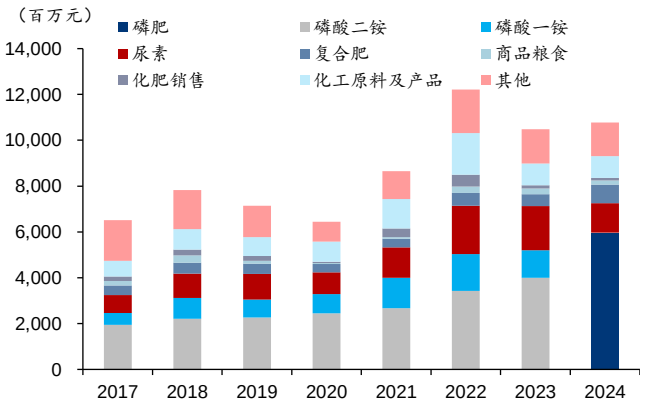
分产品看，24 年公司磷肥/尿素/复合肥/商品粮食/化肥销售/化工原料及产品/其他实现营收 157/56/56/196/51/30/69 亿元，毛利率分别为 38%/23%/14%/1%/2%/32%/21%，实现毛利 59.7/12.9/8.0/1.8/1.1/9.5/14.7 亿元，磷矿及下游磷肥、磷化工贡献主要毛利。25Q1 公司毛利率/净利率为 17.2%/10.7%，同比-1.9/-1.6pct，主要系尿素等产品价格下降，而磷肥原料硫磺价格上涨。

图表8：云天化收入结构



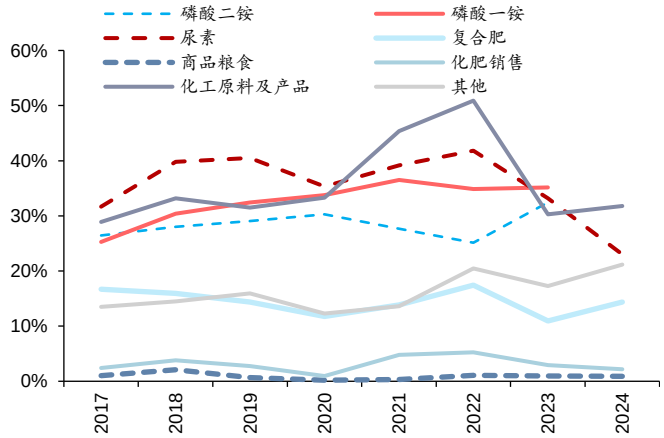
注：化工原料及产品包括聚甲醛、磷矿石、黄磷等，其他包括饲钙、煤等，下同
资料来源：公司年报，华泰研究

图表9：云天化毛利结构



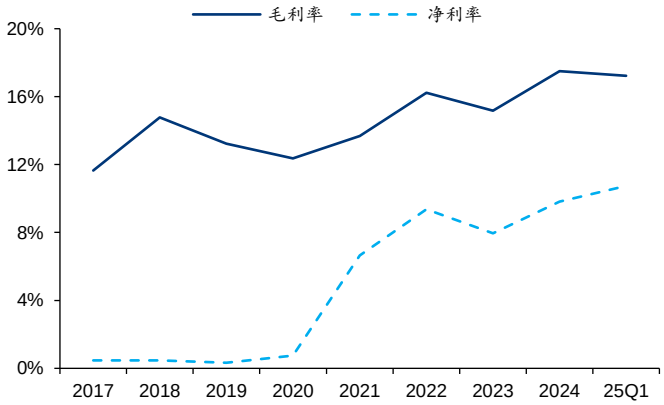
资料来源：公司年报，华泰研究

图表10： 云天化各产品毛利率



资料来源：公司年报，华泰研究

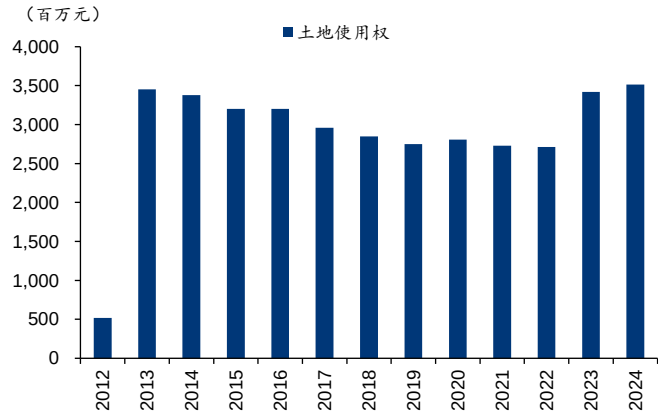
图表11： 云天化毛利率和净利率情况



资料来源：公司年报，华泰研究

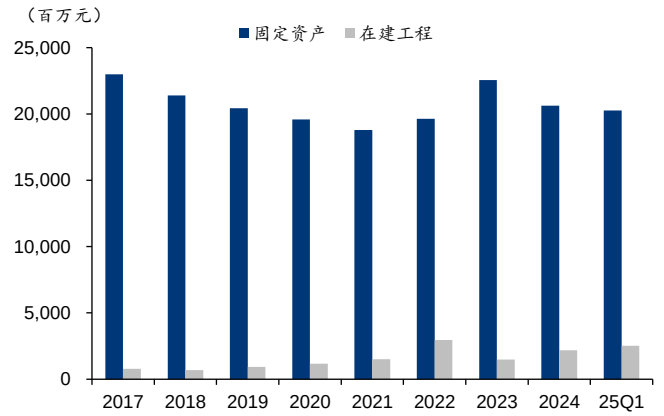
公司土地使用权在 13 年、23 年增加，13 年主要系资产重组将磷矿、磷复肥等资产注入公司，23 年主要系收购青海云天化增加尿素、复合肥产能，近两年资本开支有所放缓下公司土地使用权及无形资产维持稳健。

图表12： 云天化无形资产中的土地使用权情况



资料来源：公司年报，华泰研究

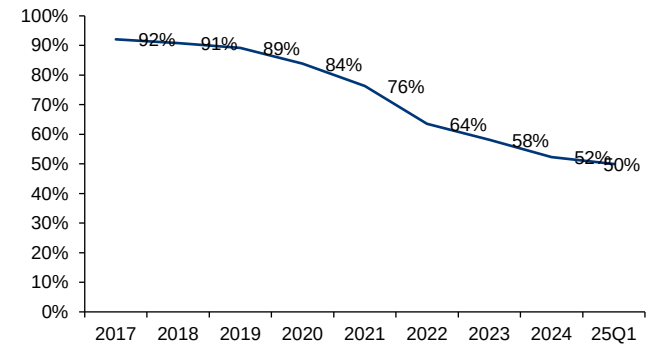
图表13： 云天化固定资产及在建工程情况



资料来源：公司年报，华泰研究

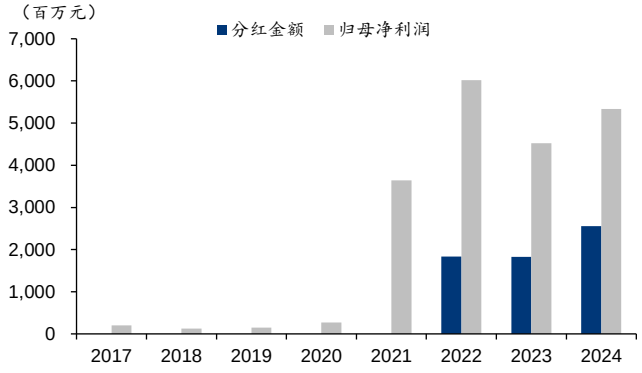
据公司公告，过去十年间，公司通过剥离低效资产、注入优质磷矿资产、债务置换、提前还款等，财务结构持续优化，资产负债率持续降低，资产负债率由 18 年的 91%下降至 25Q1 的 50%，25 年公司将进一步加强财务管控，资产负债率有望控制在 46%左右。22-24 年公司分红率分别为 30%/40%/48%，24 年合计派发现金红利 25.5 亿元，24 年分红总额较 23 年提升 40%，年末股息率为 6.7%。25 年初公司承诺在 25-26 年现金分红比例不低于净利润 45%，在未来盈利较好下，公司将继续增强分红稳定性、持续性，保持较高现金分红比例，积极回报投资者。

图表14：云天化资产负债率变化



资料来源：公司年报，华泰研究

图表15：公司分红情况



资料来源：公司年报，华泰研究

公司 200 万吨昆阳二矿地下开采项目 25 年已开始试生产，450 万吨/年磷矿浮选项目按计划加速推进，25 年合资公司聚磷新材提前完成镇雄磷矿勘探工作，该磷矿资源达 24 亿吨，平均品位 23%，未来磷产业链将进一步得到加强，为磷肥、精细磷化工等提供更好保障。

图表16：云天化部分在建项目情况

项目	项目情况
昆阳磷矿二矿-地下开采项目（年产能：200 万吨）	25 年试生产。
镇雄县碗厂磷矿勘探项目（资源量：24.43 亿吨）	25 年完成探转采所必要的主要条件和关键节点，整体工作进展快于预期
电池新材料前驱体配套 450 万吨/年磷矿浮选项目	将于 25 年 5 月底完成基础施工，10 月底完成设备安装，12 月底机械竣工，同时转入试车及试生产阶段
磷酸铁电池新材料前驱体项目（20 万吨）	将于 25 年投产

资料来源：公司公告，百川盈孚，华泰研究

图表17：公司股价复盘（前复权）

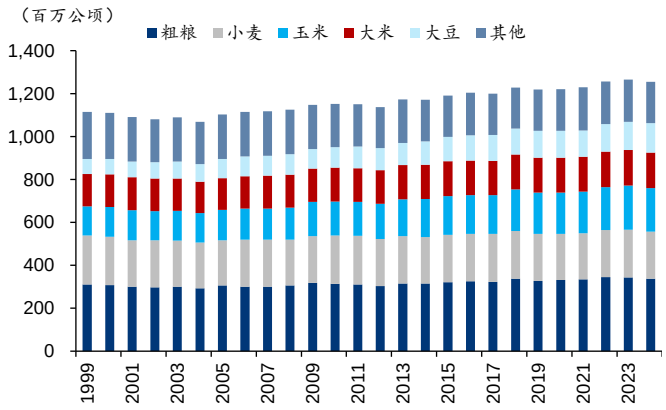
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

化肥：种植面积增长带动需求，供给缓扩张带来磷产业链高景气

全球种植面积稳步增长，化肥消费量逐渐增长

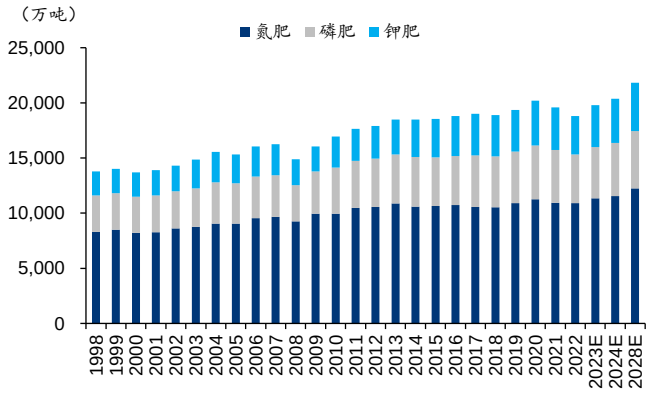
据美国农业部，24 年全球粮食作物播种面积达 12.55 亿公顷，15-24 年 CAGR 为 1%，下游播种面积提高支撑化肥需求侧，而伴随亚非拉低收入国家人口需求逐渐释放未来粮食作物需求仍将提升。据 IFA，24 年全球氮肥/磷肥/钾肥消费量预计分别为 1.16/0.48/0.40 亿吨，同比+2%/+3%/+6%，预计 28 年分别为 1.23/0.52/0.44 亿吨。供给方面，23 年全球尿素（折 N）产能/产量分别为 10547/8993 万吨，仍呈现增长态势；磷酸二铵（折 P_2O_5）产能/产量分别为 2902/1595 万吨，近几年保持较为稳定。

图表18：全球粮食作物播种面积



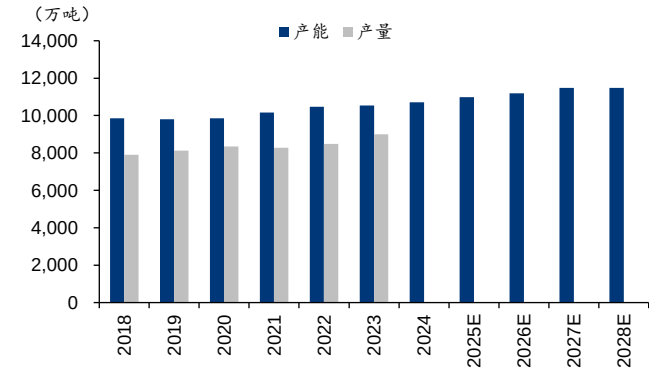
资料来源：美国农业部，华泰研究

图表19：全球氮肥、磷肥、钾肥消费量及预测



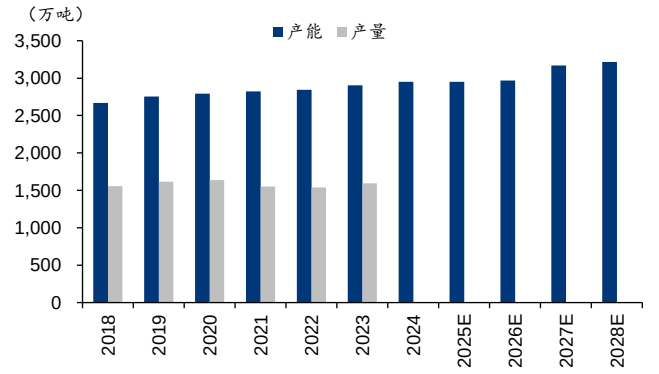
资料来源：国际肥料协会，华泰研究

图表20：全球尿素产能及产量情况（折 N）



资料来源：国际肥料协会，华泰研究

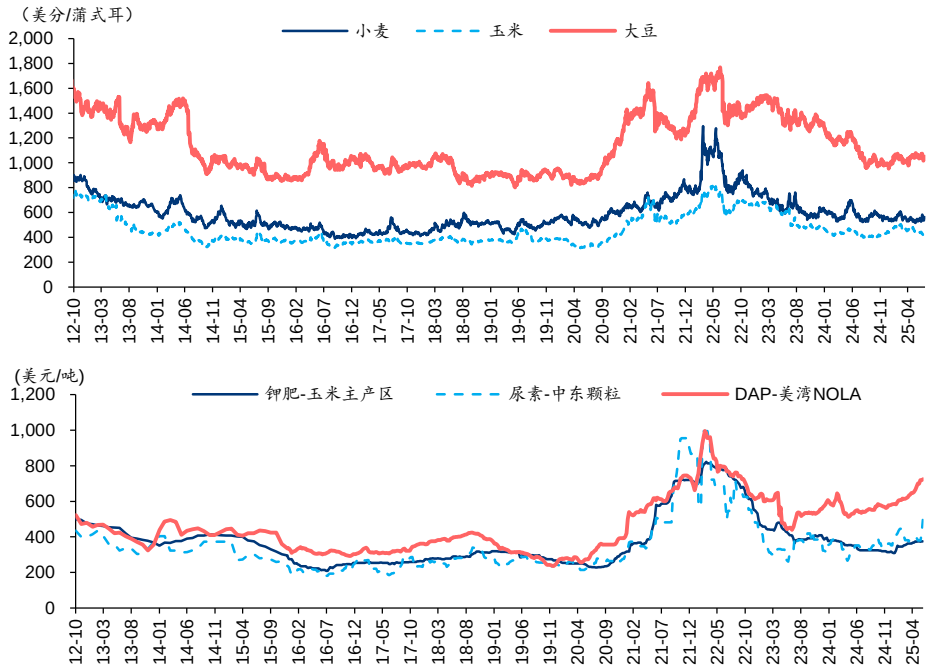
图表21：全球磷酸二铵产能及产量情况（折 P2O5）



资料来源：国际肥料协会，华泰研究

据彭博，2025 年 8 月 1 日尿素（中东颗粒）/磷酸二铵（美湾）/钾肥（巴西 CFR）价格 492.5/805/362.5 美元/吨，较年初+40%/+39%/+23%，8 月 1 日尿素（中东颗粒）-国内/磷酸二铵（美湾）-国内/钾肥玉米主产区-国内价格差为 1902/2111/-265 元/吨，国际-国内肥料价格差呈扩大趋势。全球化肥价格和粮价具备一定周期关联性，粮价的上涨一定程度会推动化肥价格上涨，目前粮价整体处于底部。25 年以来，尿素在地缘冲突等影响下自底部有所修复，磷肥在拉丁美洲、南亚等需求较好而海外供给不足以及地缘冲突影响下价格上行，钾肥在头部企业减产下价格自底部亦有所修复。

图表22： 全球化肥及粮食价格情况



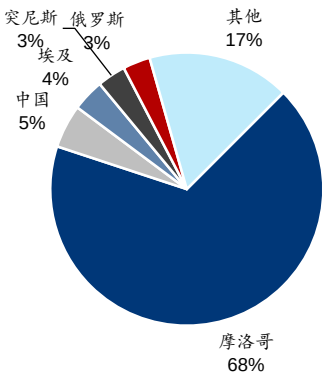
资料来源：彭博，Wind，华泰研究

磷化工：磷矿供需皆较好支撑产业链持续景气，新能源需求增量可期

磷矿石：我国战略性矿产资源，供需中长期趋紧下价格有所支撑

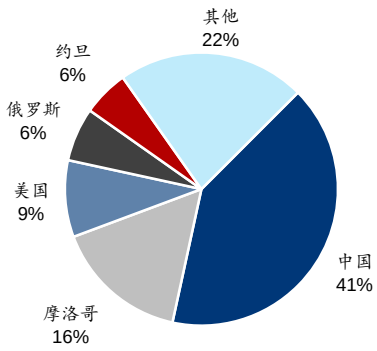
磷矿石是具有不可再生、不可替代、不可重复利用等特性的稀缺性矿产资源，主要下游应用为磷肥。据 USGS，2023 年全球磷矿石储量/产量为 740/2.2 亿吨，储采比较高。全球磷矿储量及产量所在地分布集中，23 年全球磷矿储量中摩洛哥/中国/埃及/突尼斯/俄罗斯占比为 68%/5%/4%/3%/3%，中国/摩洛哥/美国/俄罗斯/约旦产量占比为 41%/16%/9%/6%/6%。21-23 年摩洛哥磷矿储量维持 500 亿吨，中国及俄罗斯则持续勘探新矿，23 年磷矿储量分别为 38/24 亿吨，较 21 年增长 19%/300%。据 CRU 等，24 年 OCP/Mosaic/Phosagro 磷矿石产能分别为 4800/2100/1200 万吨，海外企业集中度较高。近年来海外头部企业 Mosaic、Phosagro、Nutrien 等资本开支增速有所放缓，磷矿石整体供应未来仍或有所受限。

图表23： 全球磷矿石储量结构（2023 年）



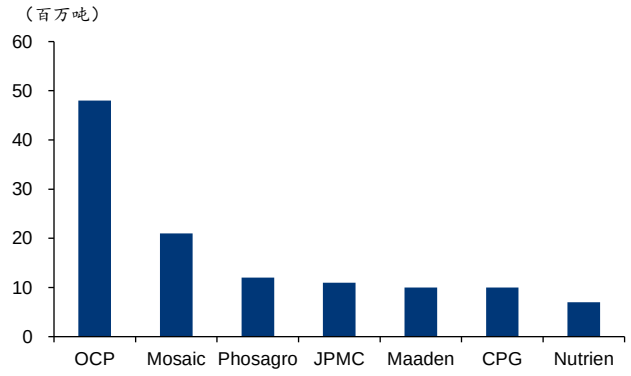
资料来源：USGS，华泰研究

图表24： 全球磷矿石产量结构（2023 年）



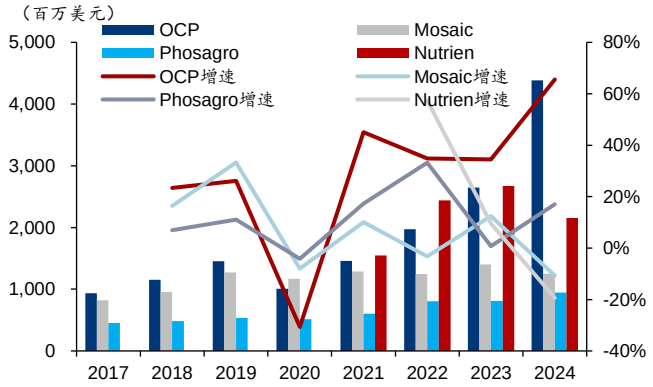
资料来源：USGS，华泰研究

图表25：海外磷矿石头部企业产能情况（2024）



资料来源：CRU，公司公告，华泰研究

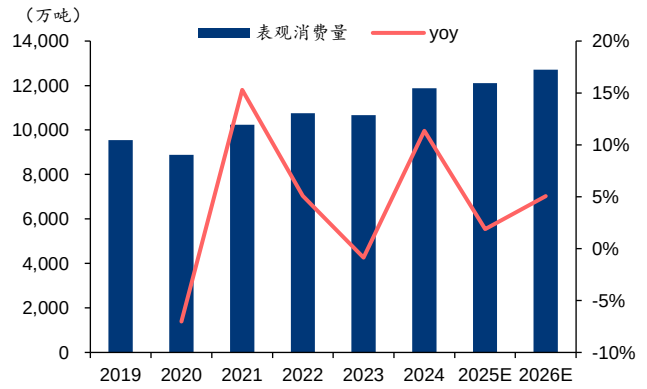
图表26：海外磷矿石头部企业资本开支情况



资料来源：公司公告，华泰研究

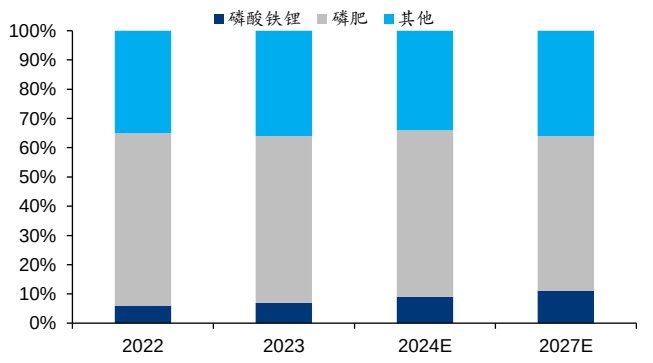
据百川盈孚，24 年我国磷矿石表观消费量为 1.2 亿吨，同比+11%，国内生产的磷矿石主要自用，进出口量较小，下游主要是磷肥，近些年受益于新能源产业中动力电池等发展，磷酸铁锂需求增长迅速，进一步支撑磷矿需求。据 GGII 等，磷酸铁锂电池在动力电池中的出货量占比已由 19 年的 28%增至 25 年 6 月的 81%。据中国化工信息中心，磷酸铁锂占磷矿石需求由 22 年 6%增长至 24 年的 9%，27 年有望进一步增长至 11%。

图表27：中国磷矿石消费量



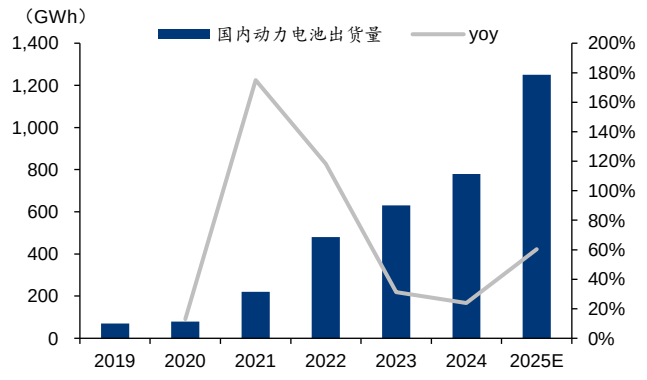
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表28：中国磷矿石下游变化情况及预测



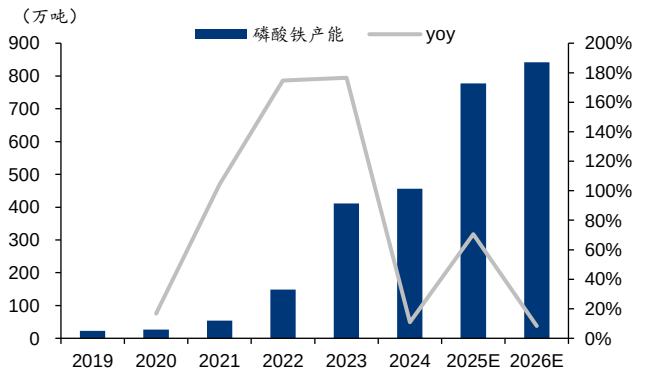
资料来源：中国化工信息中心，华泰研究

图表29：国内动力电池出货量情况



资料来源：GGII，华泰研究

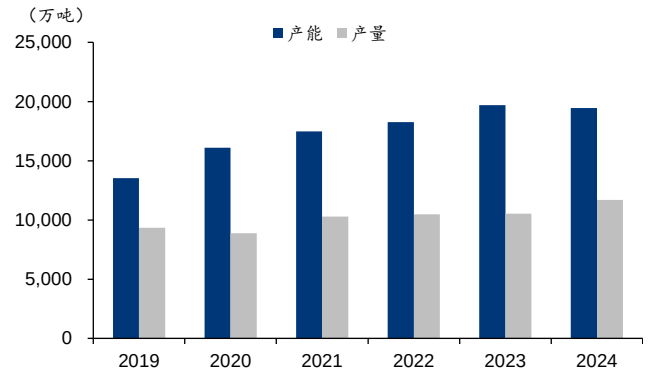
图表30：国内磷酸铁产能情况



资料来源：百川盈孚，华泰研究

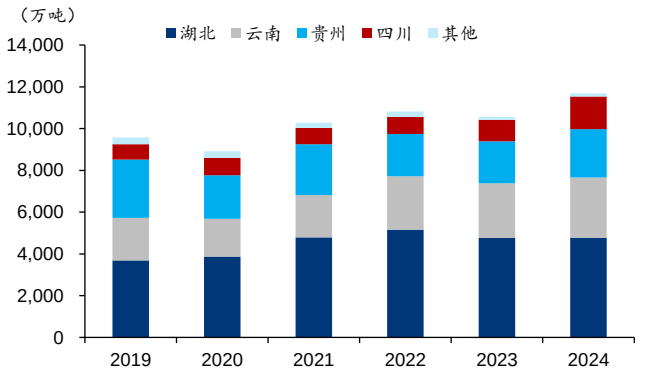
据 USGS，23 年中国磷矿石储量/产量分别为 38/0.9 亿吨，分别占全球 5%/41%，存在一定程度过度开采。据百川盈孚，24 年我国磷矿石产能/产量分别为 1.9/1.2 亿吨，生产地集中分布在云南、贵州、四川、湖北四省。16 年磷矿被列入我国战略性矿产资源，国家指出要保持开采总量不超过 1.5 亿吨/年，在环保趋严下落后产能持续退出，18 年开始产量有所下滑，近几年较为平稳。磷矿石主要企业包括贵州磷化、云天化、兴发集团等，投产周期较长。据中国磷复肥工业协会，部分省份磷矿产量、出省量受限，湖北宜昌磷矿产量近几年一直稳定在 2000 万吨/年左右，贵州磷矿产量则实施“以渣定产”，磷矿出省量有所控制，供需中长期趋紧下国内磷矿石价格维持高位，21 年来贵州磷矿石市场价格呈上涨趋势，25 年来维持在 1040 元/吨。

图表31：中国磷矿石产量情况



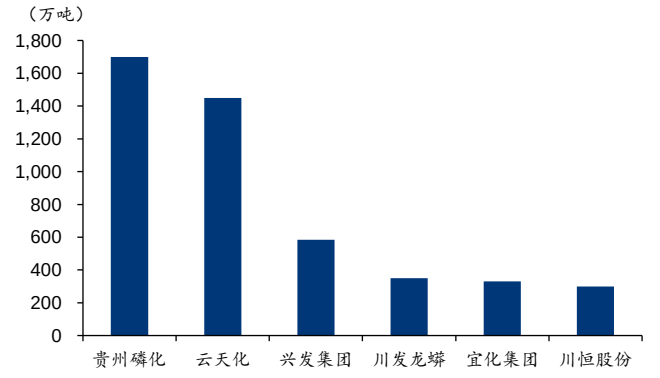
资料来源：USGS，华泰研究

图表32：国内磷矿石产量情况（分省份）



资料来源：百川盈孚，华泰研究

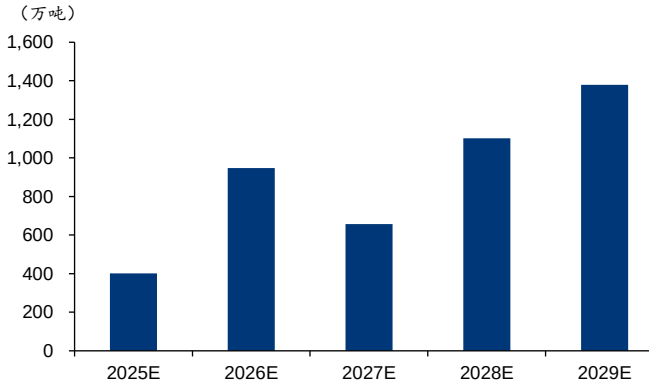
图表33：中国磷矿石主要企业产能情况（2025）



注：各公司平均品位情况：贵州磷化（穿岩洞矿：28%，开阳-息烽矿区：大于 30%），云天化（昆阳磷矿：26%，晋宁磷矿：27%，尖山磷矿：26%），兴发集团（22%-26%），川发龙蟒（22%），宜化集团（七里冲磷矿：24%，杉树垭磷矿：15%），川恒股份（小坝磷矿：26%，新桥磷矿：26%，鸡公岭磷矿：27%）

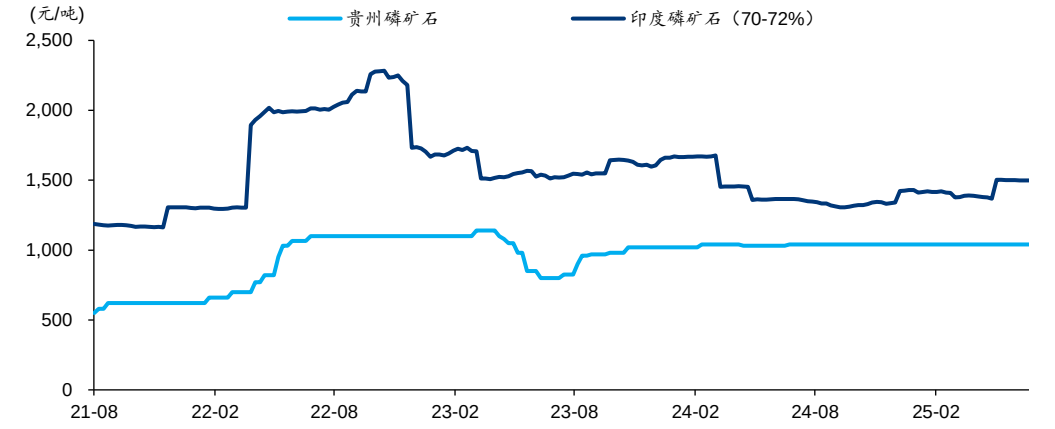
资料来源：Wind，百川盈孚，华泰研究

图表34：我国磷矿石未来新增产能情况



资料来源：百川盈孚，Wind，公司官网，华泰研究预测

图表35：磷矿石价格情况



注：印度磷矿石价格采用美元兑人民币即期汇率换算为人民币
资料来源：百川盈孚，彭博，Wind，华泰研究

需求方面，磷酸铁锂（磷酸盐）受益于动力电池发展增长迅速，我们预计 25-26 年国内磷矿石实际消费量同比+2%/+5%。供给方面，25/26 年新增产能分别为 401/947 万吨，我们预计 25/26 年开工率分别为 97%/94%。

图表36：国内磷矿石供需平衡表（单位：万吨）

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
产能	17481	18264	19684	19447	19848	20795
yoy	9%	4%	8%	-1%	2%	5%
有效产能	10583	10816	11046	11916	12317	13264
yoy	8%	2%	2%	8%	3%	8%
产量	10290	10475	10531	11680	11895	12498
yoy	16%	2%	1%	11%	2%	5%
开工率	97%	97%	95%	98%	97%	94%
进口量	6	3	141	207	217	228
出口量	38	55	29	8	9	9
实际消费量	10240	10760	10666	11879	12103	12717
yoy	15%	5%	-1%	11%	2%	5%
——黄磷	922	968	960	1069	1101	1134
yoy	30%	5%	-1%	11%	3%	3%
——磷肥	6861	6671	6400	7127	7052	7334
yoy	10%	-3%	-4%	11%	-1%	4%
——磷酸铁锂	95	231	364	557	731	933
yoy	212%	144%	58%	53%	31%	28%
——其他磷化物	1646	1706	1662	1699	1750	1803
yoy	26%	4%	-3%	2%	3%	3%
——湿法磷酸	717	1184	1280	1425	1468	1512
yoy	15%	65%	8%	11%	3%	3%

注：新增产能根据 Wind、百川盈孚等统计得到，开工率由产量/有效产能计算得到；消费量方面，磷酸盐在磷酸铁锂带动下增长较明显，磷肥由于 25 年出口有所受限 25 年消费量小幅下滑，26 年受益于种植面积增长
资料来源：百川盈孚，Wind，华泰研究预测

需求方面，全球种植面积增长以及新能源等下游带动下磷矿需求侧有所支撑，我们预计 25/26 年全球磷矿石表观消费量（折 P_2O_5）为 7161/7339 万吨，同比+3%/+2%。供给方面，新增产能放缓下海外整体供应偏紧，我们预计 25/26 年海外开工率为 76%/74%，我国出口或有所受限下全球磷矿石供需缺口或放大，我们预计 25/26 年为-379/-445 万吨。

图表37：全球磷矿石供需平衡表（折 P_2O_5，单位：万吨）

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
全球产能	7571	7720	7798	7945	8141	8461
海外产能	4906	4995	5034	5152	5252	5333
国内产能	2665	2725	2764	2793	2889	3129
全球产量	6294	6293	6685	6757	6782	6894
海外产量	3709	3660	4032	4019	3992	3946
国内产量	2585	2633	2653	2738	2790	2948
全球开工率	83%	82%	86%	85%	83%	81%
海外开工率	76%	73%	80%	78%	76%	74%
国内开工率	97%	97%	96%	98%	97%	94%
供需缺口	0	0	0	-195	-379	-445
表观消费量	6294	6293	6685	6952	7161	7339
yoy	-1%	0%	6%	4%	3%	2%
磷肥	3405	3227	3354	3454	3558	3665
yoy	0%	-5%	4%	3%	3%	3%
其他	2890	3066	3331	3498	3603	3675
yoy	-2%	6%	9%	5%	3%	2%

注：24 年全球磷矿石产量、表观消费量为预测数据，25-26 年全球产能为 IFA 预测产能加国内预计新增产能，海外产能=全球产能-国内产能，供需缺口为总供给-总需求；折算成 P_2O_5 时，全球磷矿石平均品位假设为 31%，中国磷矿石平均品位假设为 25%；消费量方面，全球种植面积增长带动磷肥消费量，其他（含新能源领域）受益于磷酸铁锂等领域有所增长；供给方面，海外产量由于海外供给受限小幅下滑

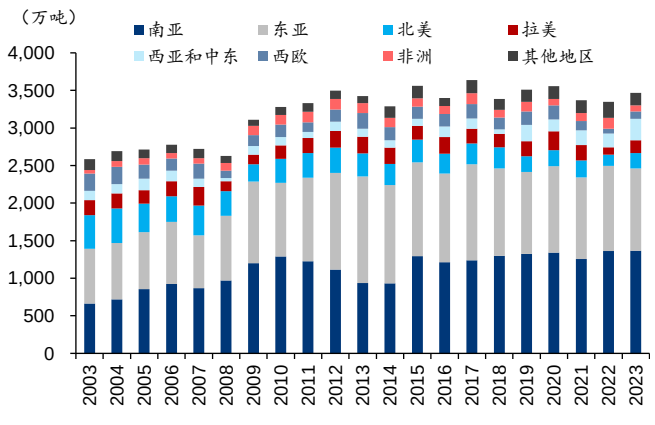
资料来源：百川盈孚，Wind，IFA，华泰研究预测

综上，在全球化肥及新能源需求的持续释放下，拥有磷资源的主要国家（摩洛哥、中国、美国、俄罗斯）及企业扩产缓慢，绿地磷矿扩产周期长，导致供给紧张，带动全球磷肥及磷化工产品价格高位，有望维持较长时间景气度。

磷酸二铵：供需格局较好，国内外价差持续高位

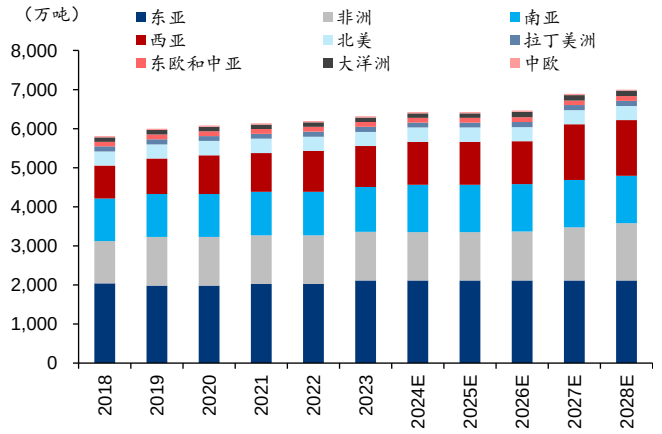
据 Mordor Intelligence，磷酸二铵是全球使用最主要的磷肥，占磷肥总消费量 45%。据 IFA，23 年全球磷酸二铵表观消费量达 3468 万吨，同比+4%，南亚及东亚为主要消费地区。25 年随着化肥需求恢复，磷肥需求量预计同比增加 2%。全球磷酸二铵产能主要集中在亚洲和非洲，随着新产线产能释放，全球产能稳步提升，23 年产能达 6315 万吨，较 18 年增长 9%，28 年有望达 7000 万吨。据各公司官网等，Mosaic/OCP/贵州磷化/Phosagro/云天化磷肥 24 年产能占比分别为 26%/26%/12%/10%/9%，CR5 达 83%，头部企业话语权较强。

图表38：磷酸二铵全球各地区表观消费量



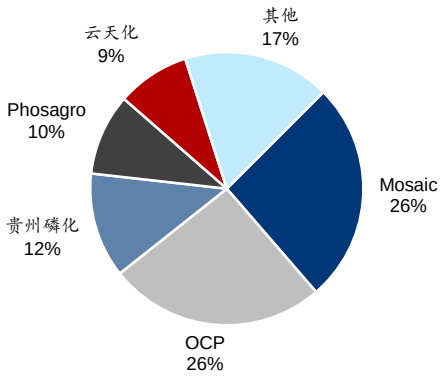
资料来源：国际肥料协会，华泰研究

图表39：磷酸二铵全球产能情况



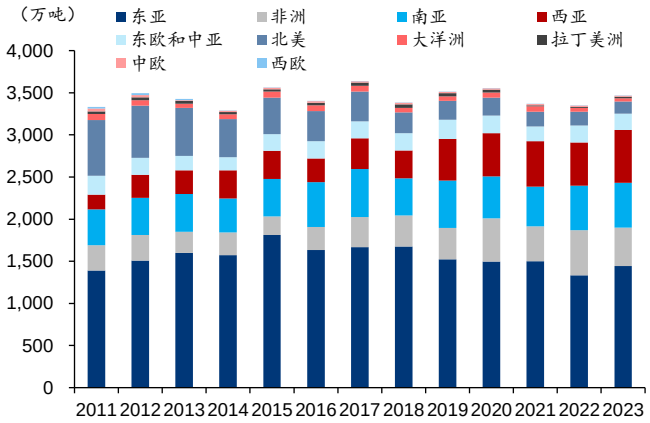
资料来源：国际肥料协会，华泰研究

图表40：磷肥全球产能格局（2024）



资料来源：公司官网，公司公告，国际肥料协会，百川盈孚，华泰研究

图表41：磷酸二铵全球产量情况

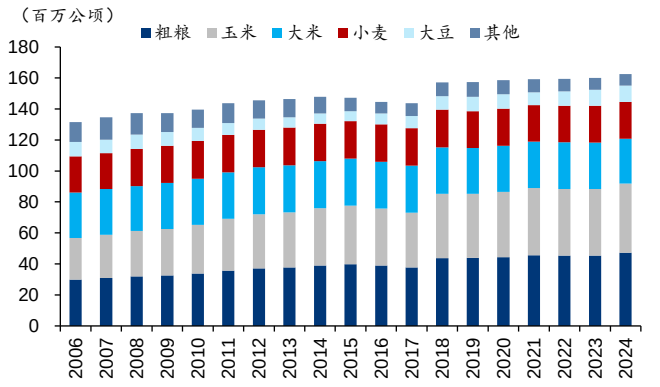


资料来源：国际肥料协会，华泰研究

磷肥主要用作复合肥，据美国农业部，24 年我国播种面积达 163 百万公顷，同比+2%。据博研咨询等，25 年我国复合肥需求量有望同比+12%至 5500 万吨，带动磷酸二铵需求侧。据百川盈孚，24 年我国磷酸二铵消费量达 958 万吨，同比+6%，在实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动背景下，未来国内二铵年需求量约 1000 万吨。

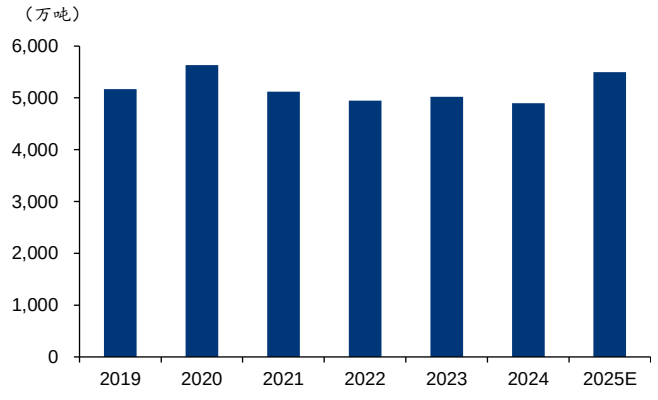
磷肥需求整体呈现春秋备肥旺季、夏冬淡季的特点，近期出口有所放开有望支撑夏季淡季需求量。据海关总署，我国磷酸二铵出口地区以东南亚、南亚为主，出口国以印度等为主。据隆众资讯，近期磷肥出口政策基本落地，在国内需求淡季，出口有所放开有望稳定国内价格，同时由于国内外价差利好具备出口能力的企业。

图表42：中国播种面积



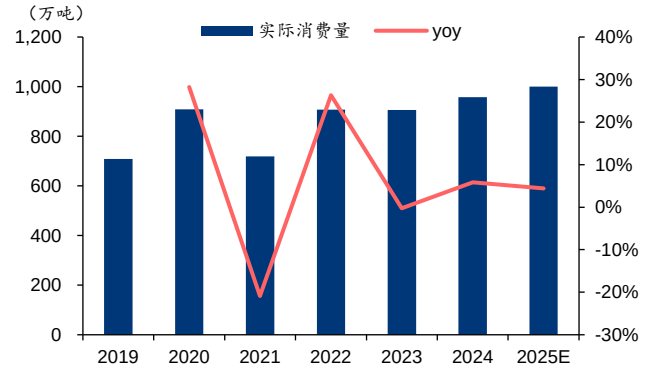
资料来源：美国农业部，华泰研究

图表43：中国复合肥消费量及预测



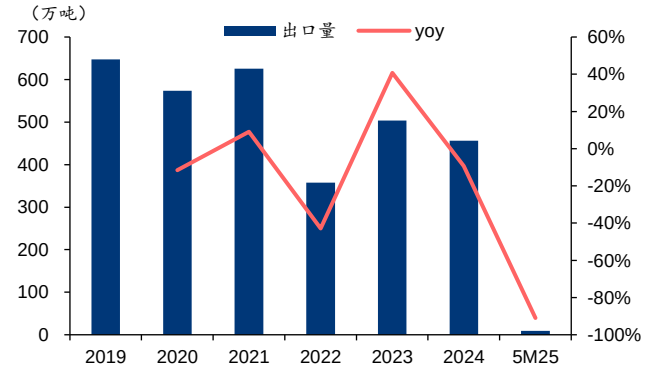
资料来源：百川盈孚、博研咨询，华泰研究

图表44：国内磷酸二铵消费量及预测



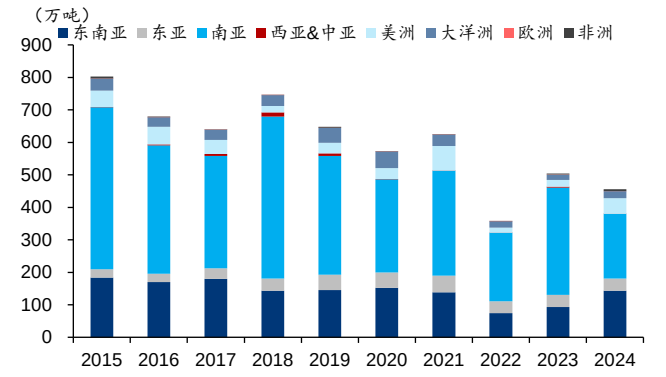
资料来源：百川盈孚，农资导报，华泰研究

图表45：国内磷酸二铵出口情况



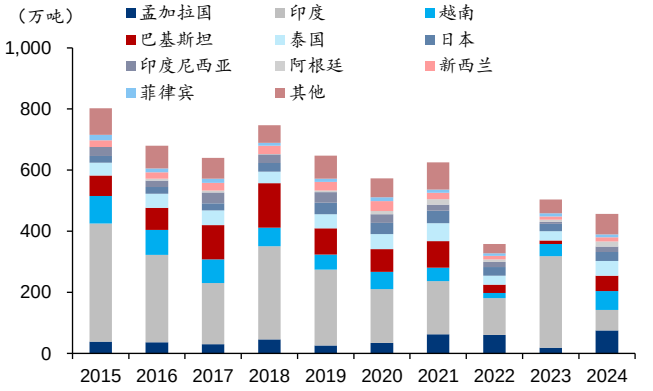
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表46：我国磷酸二铵出口情况（按地区）



资料来源：海关总署，华泰研究

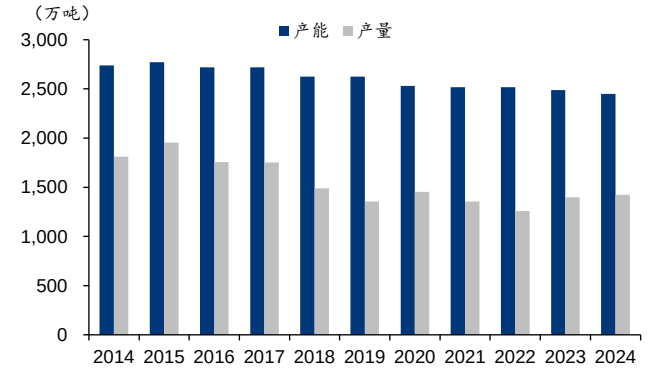
图表47：我国磷酸二铵出口情况（按国家）



资料来源：海关总署，华泰研究

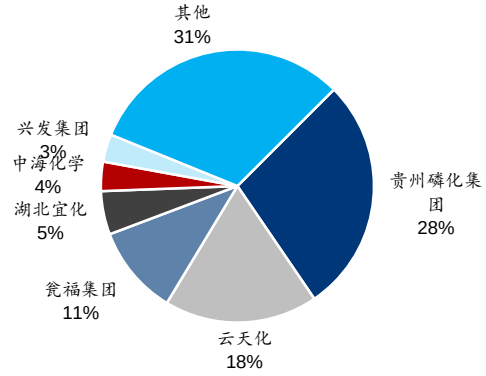
据百川盈孚等，24 年国内磷酸二铵产能/产量分别为 2449/1425 万吨，25/26 年暂无新增产能，主要系政策影响下新增产能受限。国内二铵产能较集中，24 年贵州磷化集团/云天化/瓮福集团/湖北宜化产能为 685/445/260/126 万吨，占比为 28%/18%/11%/5%，国内从 17 年以来经历了先逐步去产能而后投放新产能阶段。据百川盈孚等，国内二铵 25 年 8 月初价差下降至 40 元/吨，主要系原料硫磺 24 年来价格上涨。海外磷肥供给偏紧而需求端较好，海外磷肥价格 25 年来持续上涨，美湾 NOLA 与国内的价差 25 年 8 月初扩大至 2111 元/吨。据钢联数据，15 年及之前建设的磷酸二铵产能达 1813 万吨，占当前总产能 91%，在国家推动能耗双控、磷石膏“以渣定产”下，结合落后产能清退，预计行业供给扩张可控。

图表48：国内磷酸二铵供给情况



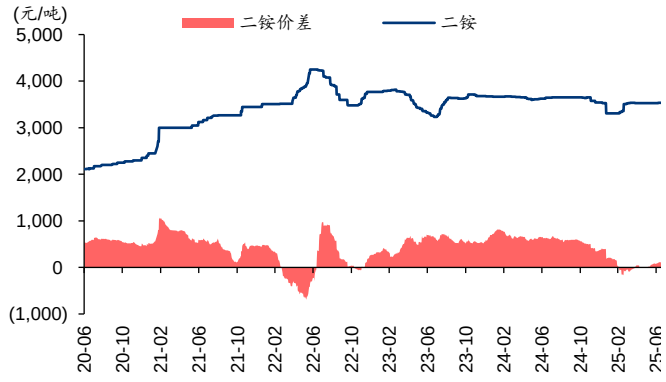
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表49：国内磷酸二铵产能结构（2024 年）



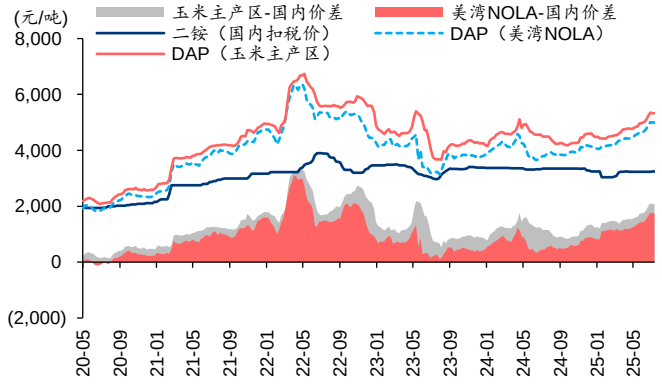
资料来源：百川盈孚，钢联数据，公司公告，公司官网，华泰研究

图表50：国内磷酸二铵价格价差情况



资料来源：百川盈孚，Wind，华泰研究

图表51：国内外磷酸二铵价格价差情况



资料来源：百川盈孚，Bloomberg，Wind，华泰研究

需求方面，据美国农业部，24 年我国播种面积同比+2%，25 年播种面积有望同比+1%，我们预计 25-26 年国内磷酸二铵实际消费量同比+4%/+3%。出口方面，24 年有所下降主要系 1-2 月出口法检仍处停滞状态，25 年下降主要系出口配额于 5-9 月发放因而上半年出口较少，拉美及南亚需求增长有望支撑 25H2/26 年出口量。25-26 年无新增产能，我们预计 25-26 开工率分别为 51%/53%。

图表52：磷酸二铵供需平衡表（单位：万吨）

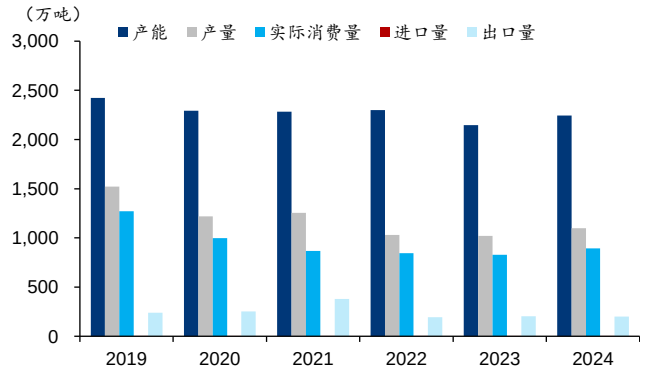
		2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
产能		2519	2519	2489	2449	2449	2449
	yoy	0%	0%	-1%	-2%	0%	0%
产量		1354	1258	1397	1425	1250	1305
	yoy	-7%	-7%	11%	2%	-12%	4%
开工率		54%	50%	56%	58%	51%	53%
进口量		0	0	0	0	0	0
出口量		626	358	504	456	250	275
	yoy	9%	-43%	41%	-9%	-45%	10%
实际消费量		719	908	905	958	1000	1030
	yoy	-21%	26%	0%	6%	4%	3%

资料来源：百川盈孚，华泰研究预测

磷酸一铵：下游复合肥增长及出口放开带动一铵需求侧，新能源等领域支撑工铵需求

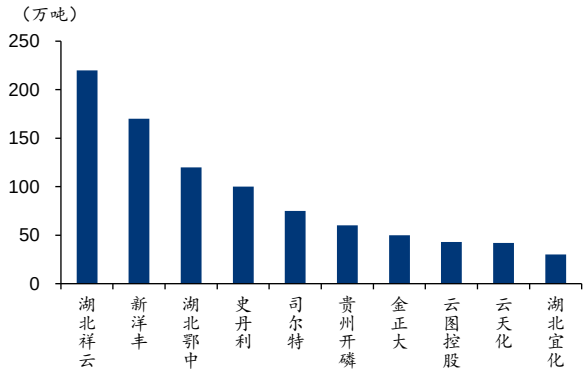
磷酸一铵是高浓度磷复肥主要品种，下游为复合肥，受益于种植面积提高及复合肥消费量增加。据百川盈孚，24 年磷酸一铵产能/产量分别为 2243/1098 万吨，未来新增产能仅有湖北宜化于 25 年投产 30 万吨，24 年磷酸一铵实际消费量/出口量分别为 892/200 万吨，25 年 1-4 月出口量仅 7.5 万吨。据隆众资讯，国内磷肥出口将放开，出口配额及细则明确后出口量将增加，而国内供应则相应减少。国内一铵 25 年 8 月初价差下降至 263 元/吨，主要系原料价格上涨。海外磷肥供给偏紧而需求较好以及原料价格上涨下，海外磷酸一铵价格 25 年来持续上涨，磷酸一铵（巴西 CFR）与国内的价差 25 年 8 月初扩大至 927 元/吨。

图表53：国内磷酸一铵供需情况



资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表54：国内磷酸一铵产能情况（2025 年）

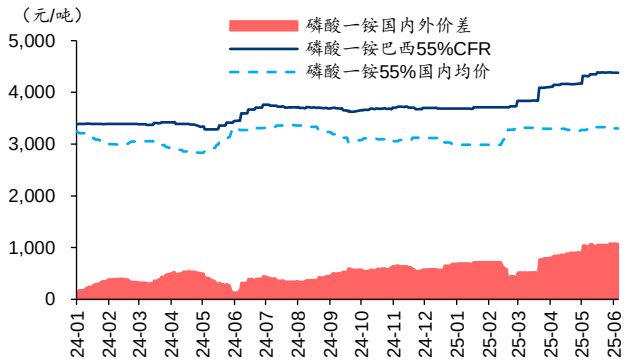


资料来源：百川盈孚，公司公告，公司官网，华泰研究

图表55： 国内磷酸一铵价格价差情况

注：磷酸一铵价差由磷酸一铵-1.7*磷矿石-0.13*合成氨-0.45*硫磺价格计算得到
资料来源：百川盈孚，Wind，华泰研究

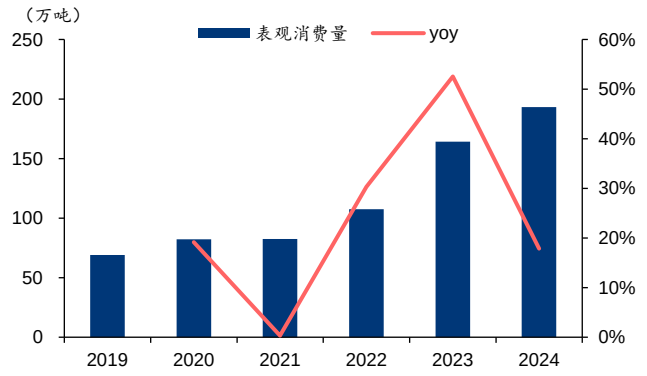
图表56： 国内外磷酸一铵价格价差情况



资料来源：百川盈孚，Wind，华泰研究

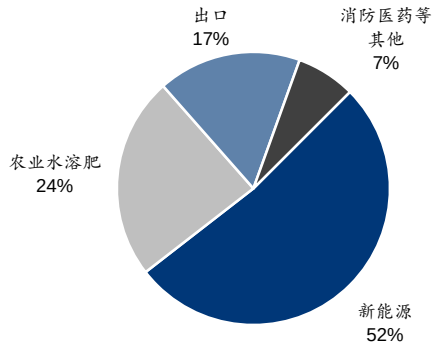
工业级磷酸一铵广泛应用于农业、阻燃剂、新能源等领域，其中农业主要用于生产高端水溶肥或直接施用，消费市场主要在新疆地区，作为阻燃剂则用于木材、纸张等阻燃，防火涂料配合剂，干粉灭火剂等，也可以用作磷酸铁锂前驱体原料等，近年来受益于新能源、农业等行业增长，据钢联数据，24 年工业级磷酸一铵消费量达 193 万吨，同比+18%。

图表57： 国内工业级磷酸一铵消费量情况



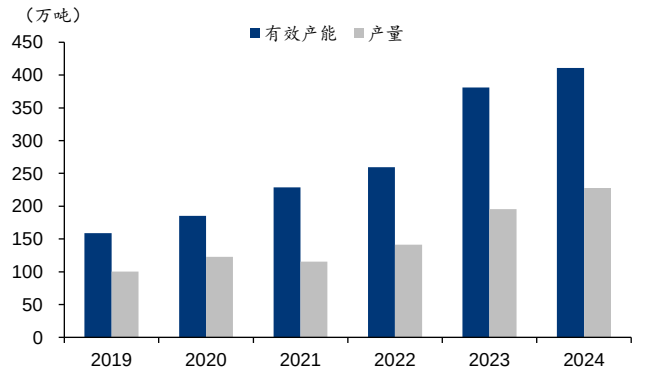
资料来源：钢联数据，华泰研究

图表58： 国内工业级磷酸一铵下游需求结构（2024 年）



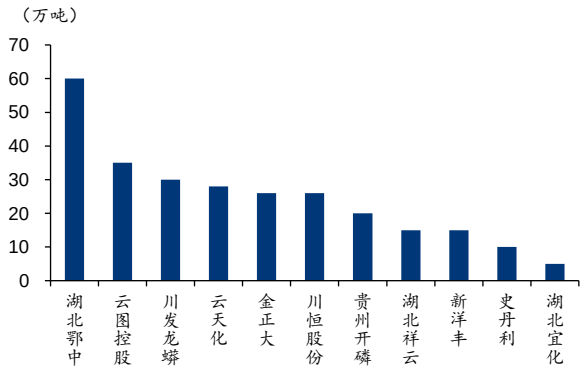
资料来源：钢联数据，华泰研究

图表59： 国内工业级磷酸一铵供给情况



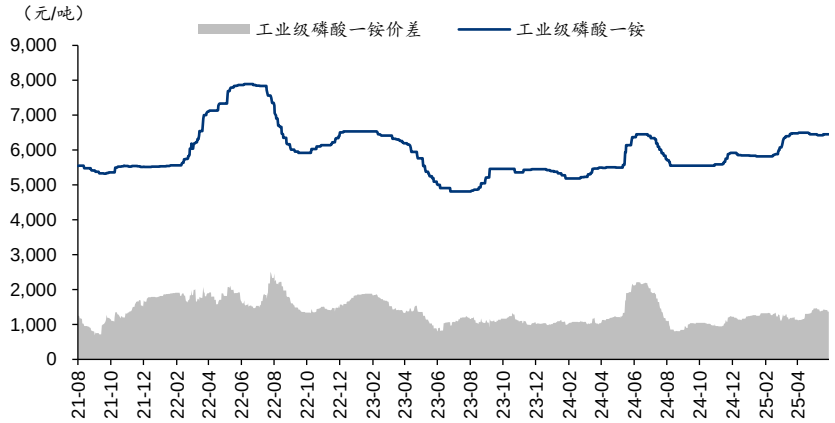
资料来源：钢联数据，华泰研究

图表60： 国内工业级磷酸一铵各企业产能情况



资料来源：百川盈孚，公司公告，公司官网，华泰研究

图表61：国内工业级磷酸一铵价格价差情况

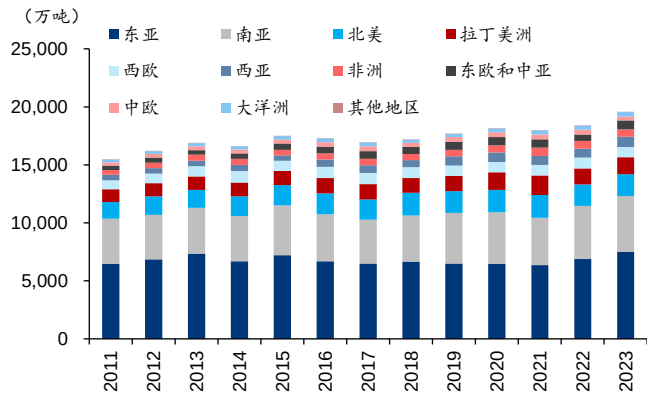


资料来源：百川盈孚，Wind，华泰研究

尿素：需求端稳步增长，成本端有所改善

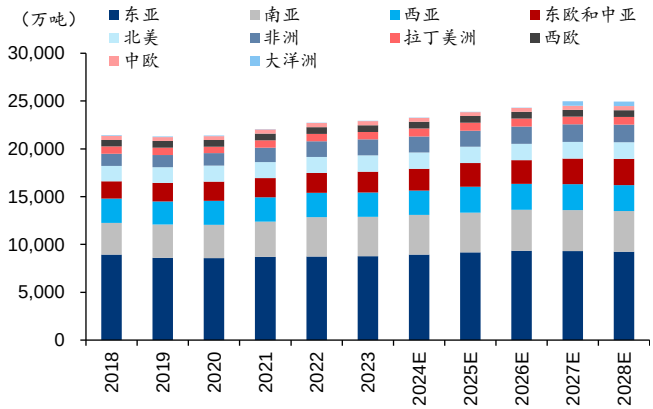
据 IFA，2023 年全球尿素表观消费量达 19550 万吨，同比增长 6%。分地区来看，东亚及南亚作为全球主要粮食生产国，为尿素主要消费地区。全球尿素产能主要集中在亚洲，2008 年后随着氮肥需求的扩大全球尿素产能增长迅速，除中国外新增产能主要来自中东、东欧和东南亚等以出口导向为主的国家及美国、印度等尿素主要进口国家。2023 年全球尿素产能达 22928 万吨，2028 年有望达 24943 万吨。

图表62：尿素全球各地区表观消费量



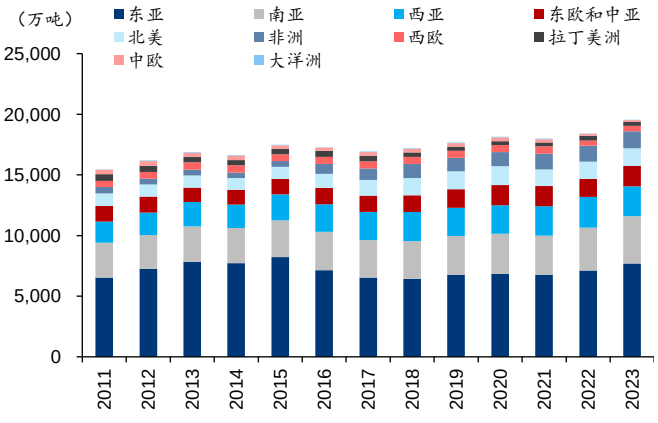
资料来源：国际肥料协会，华泰研究

图表63：尿素全球产能情况



资料来源：国际肥料协会，华泰研究

图表64：尿素全球产量情况



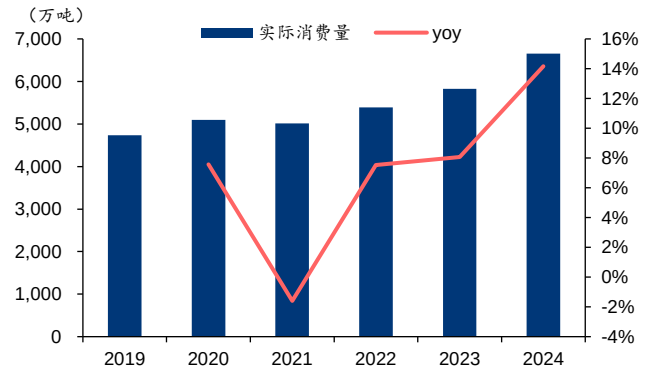
资料来源：国际肥料协会，华泰研究

图表65：海外尿素价格情况

资料来源：彭博，华泰研究

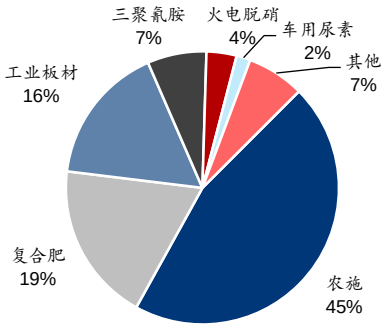
尿素主要用于施肥，还可用于复合肥、工业板材等，据百川盈孚，我国尿素 24 年实际消费量达 6655 万吨，同比+14%，主要系下游复合肥、高氮肥等需求较好，未来受益于我国播种面积、复合肥需求量增加。据海关总署，我国尿素出口地区以亚洲为主，24 年之前出口国以印度为主，随着国内保供，出口量自 2024 年以来显著下滑。

图表66：国内尿素消费量



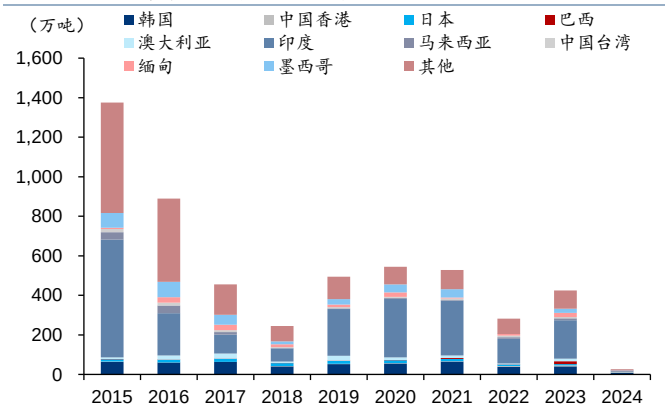
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表67：尿素下游需求结构（2024）



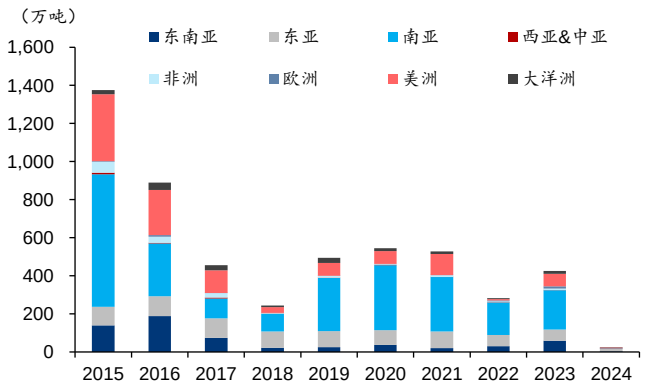
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表68：我国尿素出口情况（按国家）



资料来源：海关总署，华泰研究

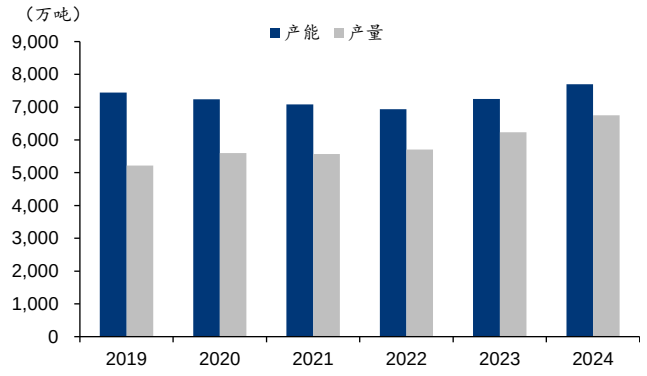
图表69：我国尿素出口情况（按地区）



资料来源：海关总署，华泰研究

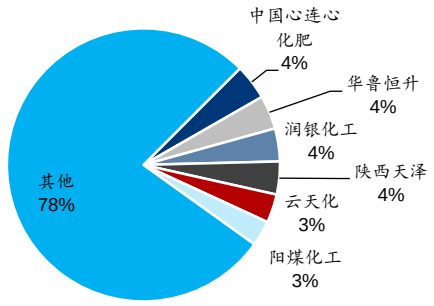
据百川盈孚，24 年国内尿素产能/产量为 7696/6754 万吨，同比+6%/+8%。15 年起国内尿素产能过剩，行业开始推进供给侧改革，淘汰落后产能，23 年伴随新产能投放、产能置换及需求端增长等因素，产能与产量均开始增长。国内尿素产能较分散，24 年中国心连心化肥/华鲁恒升/润银化工/陕西天泽/云天化产能为 324/307/300/300/260 万吨，占比为 4%/4%/4%/4%/3%。25/26 年尿素新增产能为 549/112 万吨，相对有限。25 年来煤价下跌下尿素成本端改善，价差有所提高。据钢联数据，15 年及之前建设尿素产能达 5736 万吨，占总产能 76%，在国家推动高耗能固定床装置清退及新增产能受限下，供给端有望优化。

图表70：国内尿素供给情况



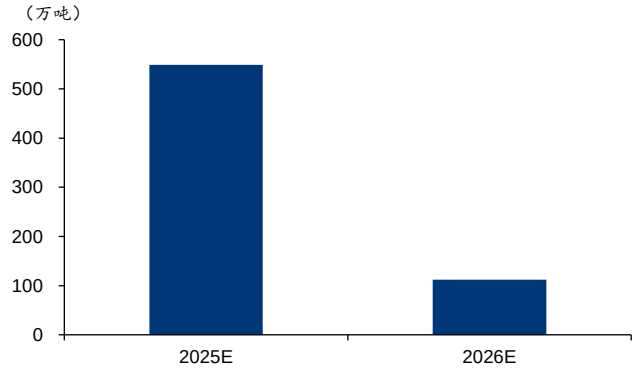
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表71：国内尿素头部企业产能结构（2024）



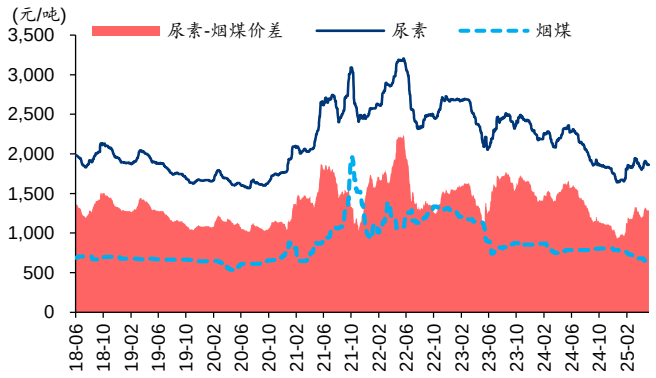
资料来源：百川盈孚，钢联数据，公司公告，公司官网，华泰研究

图表72：国内尿素新增产能情况



资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表73：国内尿素价格价差情况



资料来源：百川盈孚，Wind，华泰研究

需求方面，24 年我国播种面积同比+2%，25 年我国复合肥需求量有望同比+12%，国内消费量有望受益于未来下游农施、复合肥等需求增加，预计 25-26 年国内消费量同比+3%/+3%。25 年出口量有所放开，预计 25/26 年分别出口 200/220 万吨。据百川盈孚，25/26 年新增尿素产能分别为 549/112 万吨，我们预计行业开工率分别为 86%/87%。

图表74：尿素供需平衡表（单位：万吨）

		2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
产能		7086	6940	7250	7696	8245	8357
	yoy	-2%	-2%	4%	6%	7%	1%
产量		5566	5709	6239	6754	7054	7280
	yoy	-1%	3%	9%	8%	4%	3%
开工率		79%	82%	86%	88%	86%	87%
进口量		5	0	0	0	0	0
出口量		530	283	425	26	200	220
	yoy	-3%	-47%	50%	-94%	665%	10%
实际消费量		5016	5393	5829	6655	6854	7060
	yoy	-2%	8%	8%	14%	3%	3%

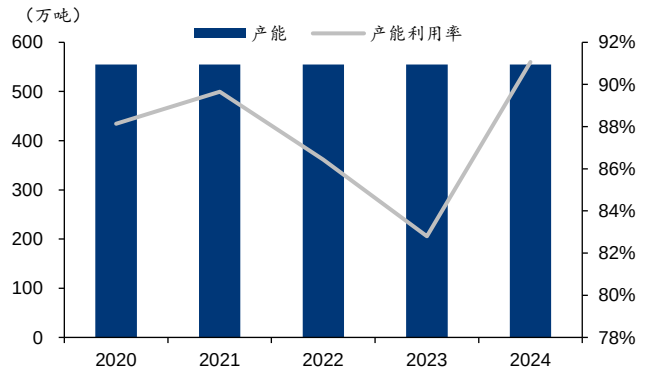
资料来源：百川盈孚，华泰研究预测

公司化肥具备稀缺产能优势，依托磷矿资源成本优势明显

磷肥：磷矿储量及开采能力位居全国前列，公司磷肥具备成本及规模优势

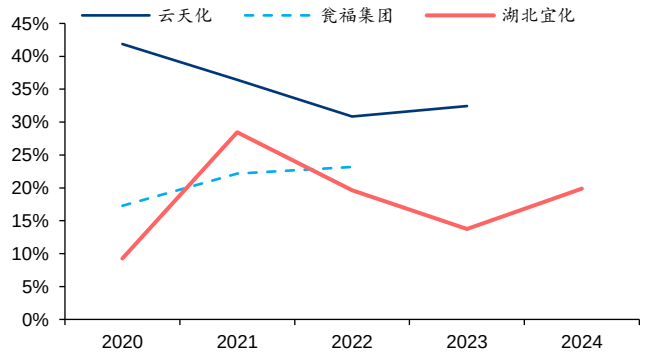
2024 年公司磷肥产能为 555 万吨/年，位居全国第二、全球第四。公司磷酸二铵/磷酸一铵/其他磷肥（重过磷酸钙等）产能分别为 445/70/40 万吨，其中工业级/农业级磷酸一铵产能分别为 28/42 万吨，另有 10 万吨电池级磷酸一铵。公司产地集中在云南，“三环”“金富瑞”等磷肥产品为全国知名品牌，公司磷肥国内年销售量约占国内年施用量 22%，具有较高品牌溢价，公司磷肥出口量占国内出口量 20%以上。公司磷铵产品采用传统氨酸中和法与料浆法工艺进行生产，产品内在质量稳定、外观较好，且用户反应产品造粒性较好，有很好的市场口碑，也具备更高的毛利率。

图表75：云天化磷肥产能情况



资料来源：公司公告，华泰研究

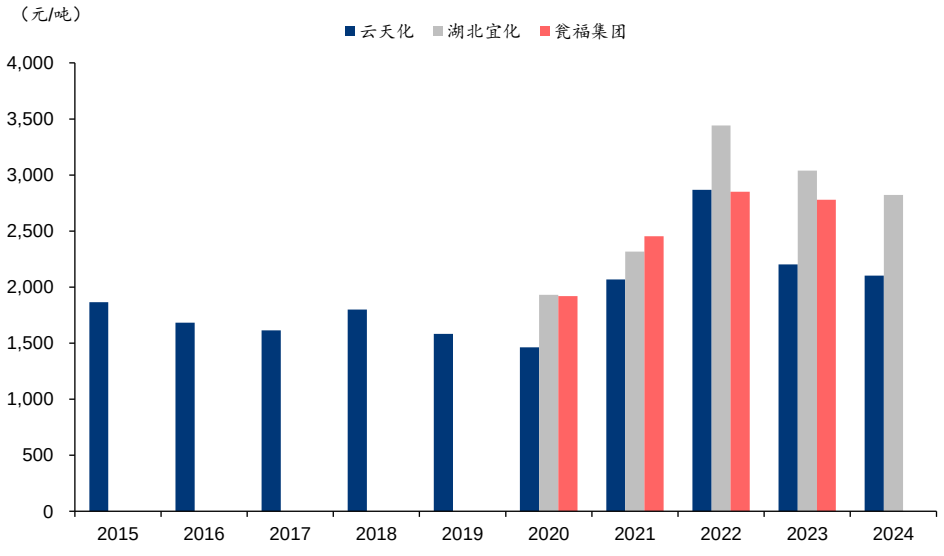
图表76：国内磷酸二铵企业毛利率对比



资料来源：公司公告，华泰研究

公司具备原料优势，单吨成本较行业内更低。公司拥有磷矿资源储量近 8 亿吨，占云南已探明磷矿资源储量的 20%，磷矿石采选规模 1450 万吨/年，磷矿储量及年开采能力均位居全国前列，可实现完全自给。公司主要采选企业有磷化集团、天宁矿业，磷化集团现有昆阳磷矿、晋宁磷矿和尖山磷矿三座大型露天矿山，天宁矿业下辖 5 座矿山和一个加工厂。据 Wind，24 年云天化/湖北宜化磷酸二铵单吨成本分别为 2103/2823 元/吨，主要系公司自有磷矿石且规模及一体化优势导致中间过程成本较低。

图表77：国内主要磷酸二铵企业单吨成本对比

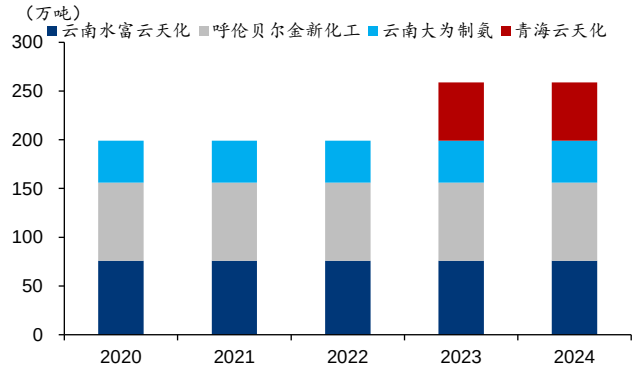


注：云天化 2019 年及之后用磷铵代替磷酸二铵，瓮福 2023 年采用 2023 年 1-5 月数据
资料来源：公司公告，华泰研究

尿素：规模优势显著，公司品牌具备高影响力

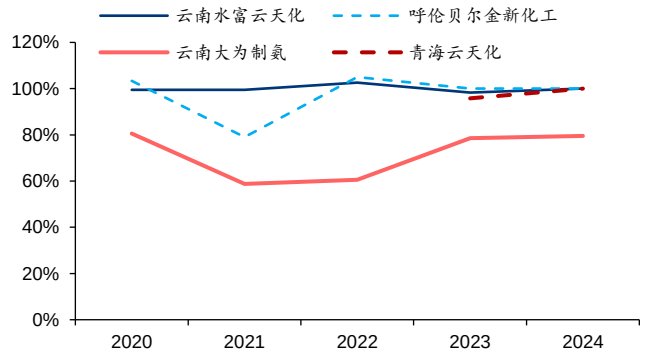
据公司公告，24 年公司尿素产能 260 万吨/年，产能规模居国内头部，云南/内蒙古/青海分别为 120/80/60 万吨/年，子公司水富云天化/金新化工/大为制氨/青海云天化尿素年产能分别为 76/80/43/60 万吨，具备一定的产能及规模优势。尿素行业集中度不高，产品以局部区域品牌为主，公司“金沙江”“花山”“云天化”等产品为国内知名品牌，质量稳定、服务优质，公司拥有一万多个加盟商和分销商，市场销售渠道布局完善，在云南市场占有率约 50%，在西南、东北、西北区域市场具有较高影响力。公司采用荷兰新一代改进型二氧化碳汽提法工艺，单套装置生产能力目前居全国首位。

图表78：云天化尿素产能情况



资料来源：公司公告，华泰研究

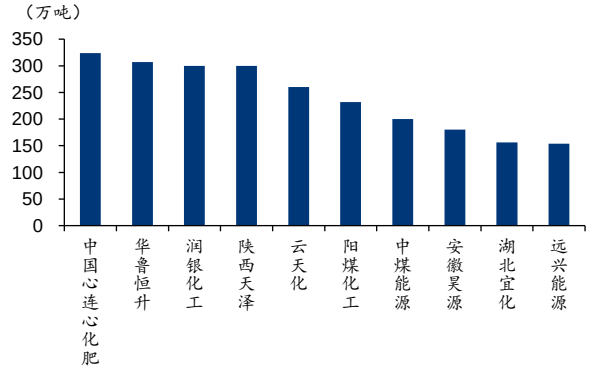
图表79：云天化尿素开工率情况



资料来源：公司公告，华泰研究

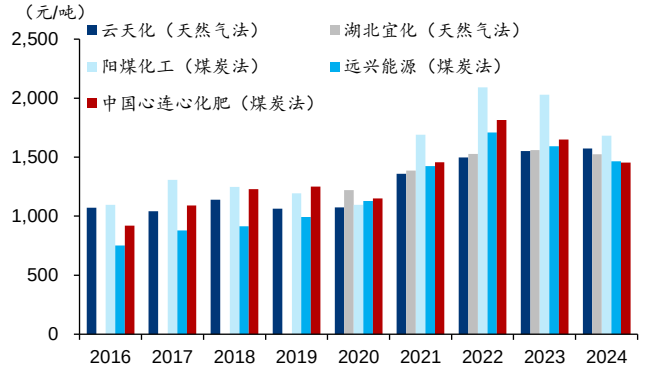
目前我国煤头尿素产能占比较高，主流工业化煤气化技术包括固定床、流化床和气流床，固定床工艺煤头尿素成本相对天然气法较高。公司云南、青海基地共 180 万吨尿素采用天然气法，内蒙古 80 万吨采用煤炭法制备。据 Wind，24 年云天化/湖北宜化/阳煤化工/远兴能源/中国心连心化肥尿素单吨成本分别为 1573/1524/1682/1464/1454 元/吨，在公司气头尿素开工率冬季受限的情况下，公司单吨成本仍相对较低。

图表80：国内主要尿素企业产能对比（2024）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表81：国内主要尿素企业单吨成本对比

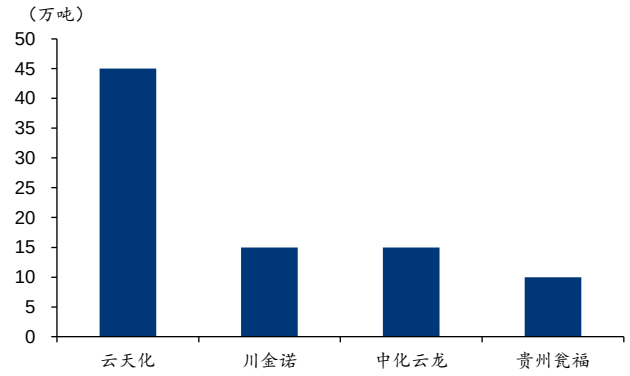


资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

磷化工及新材料：磷化工成本端优势明显，POM 规模及技术领先

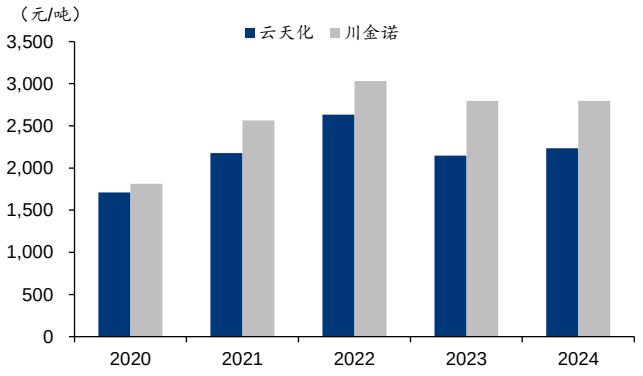
公司依托丰富的磷矿资源，开展饲料级磷酸钙盐、黄磷等磷化工产品的生产销售，具备成本及规模优势。饲料级磷酸钙盐主要作为饲料添加剂产品，是动物钙、磷营养元素的补充的来源，公司产能 50 万吨/年，其中 MDCP（饲料级磷酸一二钙）产能为 45 万吨/年，单套产能规模在国内排名第一，占全国磷酸钙盐消费市场 10%，占全球前十，同时较同行具备一定成本优势，24 年云天化/川金诺饲料级磷酸钙盐单吨成本分别为 2233/2798 元/吨。

图表82：国内磷酸一二钙产能情况（2024）



资料来源：百川盈孚，华泰研究

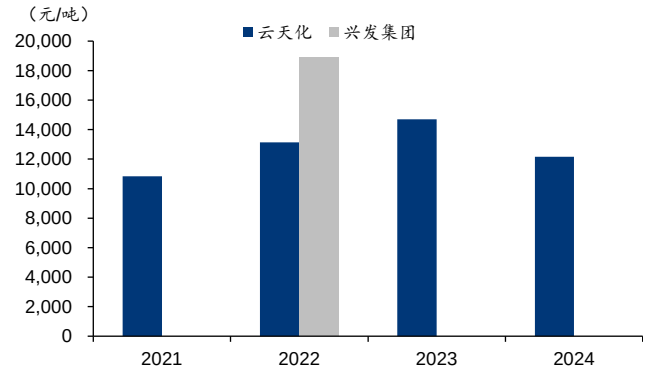
图表83：国内磷酸钙盐企业单吨成本对比



资料来源：Wind，华泰研究

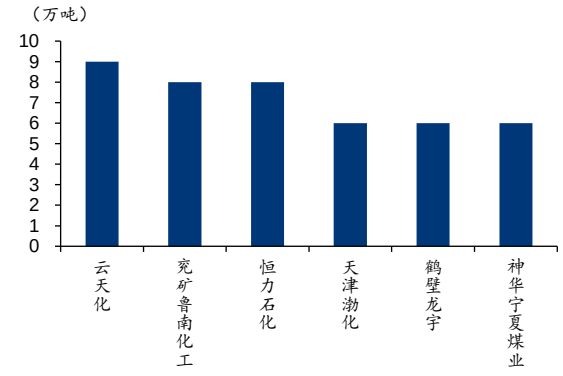
黄磷方面，公司产能达 3 万吨，亦具备一定成本优势，在热法磷酸深加工上打造磷矿—黄磷—精细磷酸盐及磷化物产业链，在湿法磷酸深加工上打造磷矿—湿法磷酸—磷酸精制—磷酸盐产业链。此外，公司依托生产技术及品质优势，开展 POM（聚甲醛）生产销售。POM 作为通用工程塑料可用于汽车配件以及高端电子电器等行业，24 年公司 POM 产能达 9 万吨，在建产能 6 万吨，在国内市场占有率约 12%，在国产市场占有率约 20%。公司 POM 生产技术为国内领先技术，在原波兰 ZAT 技术基础上进一步开发，产品为国产 POM 第一品牌，质量与国际优质品牌基本处于同一水平，国际客户评价很高，是国内进口替代主力产品。

图表84：国内黄磷企业单吨成本对比



资料来源：Wind，华泰研究测算

图表85：国内 POM 产能情况（2025）



资料来源：百川盈孚，华泰研究

首次覆盖云天化，给予“买入”评级

（一）主要板块销量和价格假设：

1）化肥原料及产品：包含磷肥、尿素、复合肥、磷酸，公司未来暂未有磷肥、尿素、复合肥扩产计划。据博研咨询等，25 年我国复合肥需求量有望同比+12%至 5500 万吨，带动磷酸二铵需求侧，我们预计 25-27 年磷肥销量同比+2%/+2%/+2%至 475/485/495 万吨，尿素目前产能利用率较高，预计尿素 25-27 年销量维持 275 万吨，复合肥销量同比+1%/+1%/+1%至 183/184/185 万吨；价格方面，据百川盈孚，磷肥供给端较为稳定，复合肥等带动需求侧，原料硫磺价格亦有所支撑，海外磷肥价格 25 年来持续上涨，受益于出口价格增加，公司磷肥价格中枢 25 年或有所上涨，海外磷肥供应紧张下未来价格有望维持，假设 25-27 年磷肥均价分别 yoy+3%/+1%/+1%至 3490/3524/3560 元/吨。考虑到 25 年尿素新增产能较多，价格中枢或有所下移，假设 25-27 年尿素均价分别 yoy-10%/-2%/-1%至 1839/1802/1784 元/吨。原料价格有所下移下，复合肥价格亦有所下降，假设 25-27 年复合肥均价分别 yoy-8%/-2%/-1%至 2824/2768/2740 元/吨。综上，板块营收分别 yoy+0%/+1%/+2%至 270/274/278 亿元。

2）化工原料及产品：包含聚甲醛、季戊四醇、磷矿石、黄磷、液氨，考虑到未来三年除磷矿石外，公司暂未有其他产品扩产计划，且当前产能利用率较高，因而假设 25-27 年聚甲醛、季戊四醇、液氨销量维持 24 年水平，黄磷销量同比+10%/+10%/+10%至 2.2/2.4/2.6 万吨，磷矿石销量小幅增长。价格方面，在下游汽车、电子等需求拉动下，聚甲醛均价分别 yoy+3%/+3%/+3%至 11917/12275/12643 元/吨，黄磷均价分别 yoy+10%/+5%/+3%至 22488/23613/24321 元/吨，季戊四醇价格小幅增加，磷矿石价格则较为稳定，液氨价格在供给仍有投放下有所下滑。综上，板块营收分别 yoy+3%/+5%/+5%至 31/32/34 亿元。

3）饲料级磷酸钙盐：考虑到公司未来暂未有扩产计划，且当前产能利用率超过 100%，因而未来销量维持 59 万吨水平；价格方面，在原料磷矿石、硫酸支撑，以及饲料需求或改善下，价格中枢有望上移，结合今年以来百川盈孚报价，假设 25-27 年均价分别 yoy+10%/+5%/+3%至 3801/3991/4110 元/吨。综上，板块营收 yoy+10%/+5%/+3%至 22/23/24 亿元。

图表86：公司主要产品销量和均价假设（单位：万吨、元/吨、百万元）

项目	板块	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销量	化肥原料及产品						
	磷肥	461	479	464	475	485	495
	尿素	196	249	275	275	275	275
	复合肥	102	156	182	183	184	185
	化工原料及产品						
	聚甲醛	10	11	11	11	11	11
	黄磷	2	2	2	2.2	2.4	2.6
	饲料级磷酸钙盐	59	58	59	59	59	59
yoy	化肥原料及产品						
	磷肥		4%	-3%	2%	2%	2%
	尿素		27%	11%	0%	0%	0%
	复合肥		53%	17%	1%	1%	1%
	化工原料及产品						
	聚甲醛		7%	2%	0%	0%	0%
	黄磷		-1%	-6%	10%	10%	10%
	饲料级磷酸钙盐		-2%	2%	0%	0%	0%
单价	化肥原料及产品						
	磷肥	3959	3290	3388	3490	3524	3560
	尿素	2575	2322	2043	1839	1802	1784
	复合肥	3190	3077	3070	2824	2768	2740
	化工原料及产品						
	聚甲醛	16128	11648	11570	11917	12275	12643
	磷矿石	894	991	1013	1020	1020	1020
	黄磷	29361	22155	20444	22488	23613	24321
	饲料级磷酸钙盐	3757	3118	3455	3801	3991	4110
yoy	化肥原料及产品						
	磷肥		-17%	3%	+3%	+1%	+1%
	尿素		-10%	-12%	-10%	-2%	-1%
	复合肥		-4%	0%	-8%	-2%	-1%
	化工原料及产品						
	聚甲醛		-28%	-1%	3%	3%	3%
	磷矿石		11%	2%	1%	0%	0%
	黄磷		-25%	-8%	10%	5%	3%
	饲料级磷酸钙盐		-17%	11%	10%	5%	3%
收入	化肥原料及产品	27525	27245	27121	27009	27351	27804
	磷肥	18237	15769	15729	16576	17094	17621
	尿素	5044	5781	5625	5062	4961	4911
	复合肥	3246	4785	5581	5168	5093	5069
	化工原料及产品	3549	3104	2995	3086	3243	3401
	聚甲醛	1635	1264	1283	1322	1361	1402
	磷矿石	719	780	673	677	711	747
	黄磷	628	467	405	490	566	641
	饲料级磷酸钙盐	2210	1795	2032	2235	2347	2417
yoy	化肥原料及产品		-1%	0%	0%	1%	2%
	磷肥		-14%	0%	5%	3%	3%
	尿素		15%	-3%	-10%	-2%	-1%
	复合肥		47%	17%	-7%	-1%	0%
	化工原料及产品		-13%	-4%	3%	5%	5%
	聚甲醛		-23%	2%	3%	3%	3%
	磷矿石		8%	-14%	1%	5%	5%
	黄磷		-26%	-13%	21%	16%	13%
	饲料级磷酸钙盐		-19%	13%	10%	5%	3%

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

（二）主要板块毛利率假设：

1）化肥原料及产品：海外磷肥价格 25 年来持续上涨下，我国出口价格有所上涨，25 年毛利率预计上涨，国内未来仍有望保供稳价，假设 25-27 年毛利率分别同比+1/0/0pct 至 39%/39%/39%。新增产能较多叠加原料价格下跌，25 年尿素毛利率下滑较大，考虑到 26 年开始供给端投产进度放缓，毛利率或有望改善，假设 25-27 年毛利率分别同比-5/+3/+3pct 至 18%/21%/24%。受原料磷肥、氮肥等价格影响，预计复合肥 25-27 年毛利率分别同比-4/+2/+2pct 至 10%/12%/14%。

2）化工原料及产品：25 年聚甲醛价格有所走高下有望带动毛利率提高，未来新产能投放下毛利率或有所下降，假设 25-27 年毛利率分别同比+1/-1/-1pct 至 29%/29%/28%。磷矿石在供需较平衡下，预计毛利率维持 62%。25 年黄磷价格有所走高下带动毛利率提高，未来新产能投放下毛利率或有所下降，假设 25-27 年毛利率分别同比+4/-2/-1pct 至 44%/42%/41%。

3）饲料级磷酸钙盐：25 年原料价格走高下产品价格走高，预计毛利率有所增加，26/27 年在供需端较为稳定下预计毛利率较为平稳，假设 25-27 年毛利率分别同比+4/-1/0pct 至 39%/38%/39%。

图表87：公司分板块毛利和毛利率预测（单位：百万元、%、pct）

板块	项目	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	化肥原料及产品	29%	29%	30%	29%	31%	32%
	磷肥	28%	33%	38%	39%	39%	39%
	尿素	42%	33%	23%	18%	21%	24%
	复合肥	17%	11%	14%	10%	12%	14%
	化工原料及产品	51%	30%	32%	33%	34%	34%
	聚甲醛	45%	26%	29%	29%	29%	28%
	磷矿石	67%	46%	62%	62%	62%	62%
	黄磷	55%	34%	40%	44%	42%	41%
	饲料级磷酸钙盐	30%	31%	35%	39%	38%	39%
同比（pct）	化肥原料及产品		0	1	-1	1	1
	磷肥		5	5	1	0	0
	尿素		-9	-10	-5	3	3
	复合肥		-6	3	-4	2	2
	化工原料及产品		-21	1	2	0	1
	聚甲醛		-19	3	1	-1	-1
	磷矿石		-21	16	0	0	0
	黄磷		-22	7	4	-2	-1
	饲料级磷酸钙盐		1	4	4	-1	0
毛利	化肥原料及产品	7907	7797	8096	7867	8356	8851
	磷肥	5032	5207	5966	6413	6669	6930
	尿素	2110	1920	1294	890	1028	1166
	复合肥	566	524	801	524	619	715
	化工原料及产品	1806	940	952	1032	1100	1172
	聚甲醛	738	327	366	388	388	388
	磷矿石	486	359	415	417	438	460
	黄磷	347	157	164	217	238	262
	饲料级磷酸钙盐	661	560	719	873	902	932
yoy	化肥原料及产品		-1%	4%	-3%	6%	6%
	磷肥		3%	15%	7%	4%	4%
	尿素		-9%	-33%	-31%	15%	13%
	复合肥		-7%	53%	-35%	18%	15%
	化工原料及产品		-48%	1%	8%	7%	7%
	聚甲醛		-56%	12%	6%	0%	0%
	磷矿石		-26%	15%	1%	5%	5%
	黄磷		-55%	4%	32%	10%	10%
	饲料级磷酸钙盐		-15%	28%	21%	3%	3%

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

（三）期间费用率假设：

销售费用率和管理费用率，考虑公司业务模式相对成熟，我们预计伴随收入规模增长，公司费用控制能力不断增强，费用率或有所下降，假设 25-27 年销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 1.1%/1.1%/1.1%、1.5%/1.5%/1.5%和 0.8%/0.8%/0.8%。

图表88： 公司整体盈利预测

项目	单位	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	合计	75313	69060	61537	63387	64524	65658
	yoy	19%	-8%	-11%	+3%	+2%	+2%
毛利率	综合毛利率	16%	15%	18%	17%	18%	18%
	pct		-1	3	0	1	1
期间费用率							
	销售费用率	1.01%	1.16%	1.23%	1.10%	1.10%	1.10%
	管理费用率	1.37%	1.43%	1.81%	1.50%	1.50%	1.50%
	研发费用率	0.49%	0.80%	0.94%	0.80%	0.80%	0.80%
	财务费用率	1.42%	1.02%	0.79%	0.40%	0.28%	0.15%
归母净利润（百万元）		6021	4522	5333	5818	6184	6537
	yoy	65%	-25%	18%	9%	6%	6%
EPS（最新摊薄，元）		3.28	2.47	2.91	3.19	3.39	3.59

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

我们预计公司 25-27 年归母净利 58/62/65 亿元，我们选取化肥行业内的华鲁恒升（主要业务是尿素等）、兴发集团（主要业务是磷矿石、磷肥等）、川恒股份（主要业务是磷矿石、磷肥等）作为可比公司，参考可比公司 25 年平均 13xPE 的 Wind 一致预期，给予公司 25 年 13xPE 估值，目标价 41.47 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表89： 可比公司估值表

		股价（元/股）	市值（亿元）	EPS（元）			P/E（x）		
公司名称	股票代码	8 月 13 日	8 月 13 日	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
华鲁恒升	600426 CH	24.28	516	1.93	2.23	2.50	13	11	10
兴发集团	600141 CH	24.73	273	1.74	2.02	2.31	14	12	11
川恒股份	002895 CH	25.72	156	2.09	2.47	2.90	12	10	9
平均							13	12	10

注：可比公司盈利均采用 Wind 一致预期
资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

下游需求不及预期：

公司的业务增长依赖于下游化肥等行业，若下游化肥需求端增长不及预期，将影响公司未来的业绩。

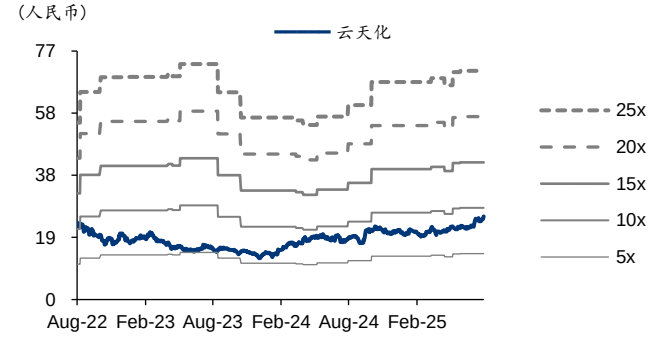
新项目进度不及预期：

公司正在以及规划建设改造项目、新项目等，若投产进度未来不及预期，将影响公司未来的业绩。

原材料价格大幅波动：

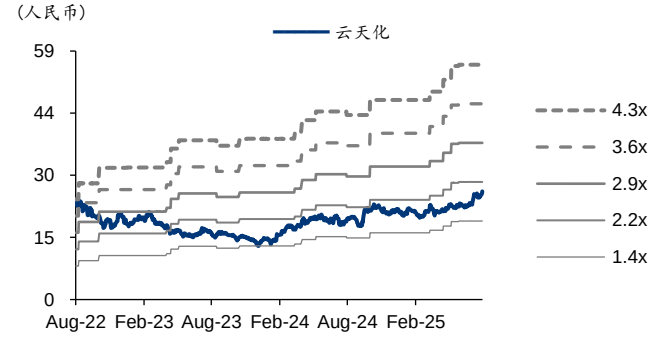
公司的主要原材料为磷矿石、煤炭、硫磺等，同时磷矿石、煤炭亦是公司收入来源之一，受供求关系、海外市场价格等影响，如果原材料价格出现大幅波动，将影响公司未来的产品价格及业绩。硫磺价格目前处于相对较高的位置，若出现波动，亦将影响公司磷肥的价格。

图表90： 云天化 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表91： 云天化 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，庄汀洲、张雄、杨泽鹏，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲、张雄、杨泽鹏本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司