

国际化肥景气，内需产品迎景气修复

华泰研究

2025 年 10 月 22 日 | 中国内地

首次覆盖

农用化工

投资评级(首评):

增持

目标价(人民币):

15.12

庄汀洲

SAC No. S0570519040002
SFC No. BQZ933

研究员

zhuangtingzhou@htsc.com
+(86) 10 5679 3939

张雄

SAC No. S0570523100003
SFC No. BVN325

研究员

zhangxiong@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

杨泽鹏*

SAC No. S0570525070014

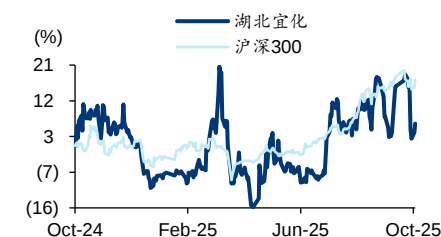
研究员

yangzepeng@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

收盘价(人民币 截至 10 月 21 日)	13.49
市值(人民币百万)	14,680
6 个月平均日成交额(人民币百万)	544.89
52 周价格范围(人民币)	10.91-15.63

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)	16,964	22,597	23,544	24,582
+/-%	(0.48)	33.21	4.19	4.41
归属母公司净利润(百万)	652.54	1,178	1,408	1,691
+/-%	44.32	80.54	19.50	20.11
EPS(最新摊薄)	0.60	1.08	1.29	1.55
ROE(%)	9.36	15.02	15.78	16.50
PE(倍)	22.50	12.46	10.43	8.68
PB(倍)	1.99	1.76	1.54	1.34
EV EBITDA(倍)	10.87	8.82	6.84	5.69
股息率(%)	1.48	1.48	1.48	2.22

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

首次覆盖湖北宜化并给予“增持”评级，目标价 15.12 元，对应 25 年 14xPE 估值。公司主要从事尿素、磷酸二铵等化肥业务和氯碱等化工业务，化肥、烧碱等产能位居国内前列。全球种植面积稳步增长下化肥消费量爬升，磷资源供给紧张下海外磷肥价格持续提高，出口肥盈利强劲。国内则在反内卷政策催化下，尿素、煤炭、PVC 等有望迎来周期修复，未来盈利有望改善。公司具备磷肥等稀缺产能优势，同时布局上游磷矿石、煤炭等，进一步完善产业链一体化优势。

种植面积增长而磷资源紧张下磷肥出口盈利强劲，公司具备稀缺产能优势
需求方面，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%。供给方面，海外磷矿头部企业资本开支增速有所放缓，国内磷矿主要新产能在 26 年及之后，且部分省份产量、出省量受限，磷资源在供需中长期趋紧下 25-27 年有望维持景气。磷肥全球供应紧张下海外价格今年以来持续提高，国内磷肥出口盈利强劲，据彭博，25 年 10 月 10 日海外磷肥价格较年初+30%。25H1 公司磷酸二铵年产能 130 万吨，生产规模居国内前列，且积极推动出口。

加码磷矿、煤等完善一体化，反内卷政策下公司部分业务盈利有望修复
公司控股股东宜化集团/参股公司江家墩磷矿现有 330/30 万吨年产能，后续规划 140/150 万吨年产能，未来有望加强磷酸二铵产业链一体化。子公司新疆宜化现有煤矿储量 21.08 亿吨，煤炭作为生产燃料和氮肥的原料，可降低公司生产成本，同时发展煤化工产业。此外，25H1 公司尿素、煤炭、PVC 年产能 216/3000/90 万吨，均处于盈利相对底部位置，在国内反内卷政策催化以及需求侧带动下，未来有望迎来周期修复及盈利改善。

我们与市场观点不同之处

市场对海外化肥景气有所低估，认为特别是海外磷肥价格高位较难维持，我们认为巴西、印度等地种植面积持续爬升，东南亚、非洲等地亦需求较好，在海外企业供应不足且国内企业出口有所受限下，我们预计 25/26 年国内磷矿开工率分别为 97%/94%，全球磷矿石供需缺口预计 25/26 年为 -379/-445 万吨，海外氮、磷肥景气有望维持，利好具备出口能力的企业，整体氮、磷肥盈利有望在国内供给格局改善趋势下迎来进一步改善。

盈利预测与估值

我们预测公司 25-27 年归母净利润为 11.8/14.1/16.9 亿元，同比 +81%/+20%/+20%，对应 EPS 为 1.08/1.29/1.55 元。参考可比公司 25 年平均 14xPE 的 Wind 一致预期，给予公司 25 年 14xPE 估值，给予目标价 15.12 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 新项目进度不及预期; 原材料价格大幅波动; 磷肥出口政策限制。

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	5,650	6,615	8,178	8,128	8,764
现金	2,972	3,243	4,320	4,501	4,699
应收账款	130.83	208.43	243.50	227.36	264.27
其他应收账款	22.91	53.92	48.43	58.21	53.14
预付账款	328.06	291.52	533.83	326.10	571.75
存货	1,754	1,918	2,020	2,079	2,124
其他流动资产	442.36	900.17	1,012	936.20	1,052
非流动资产	15,825	20,098	37,828	39,836	40,925
长期投资	4,226	4,761	5,843	7,244	8,288
固定投资	7,817	9,032	20,530	20,944	20,849
无形资产	462.68	781.84	5,535	5,576	5,594
其他非流动资产	3,319	5,523	5,921	6,072	6,193
资产总计	21,475	26,713	46,006	47,963	49,689
流动负债	9,405	8,248	20,778	23,609	25,972
短期借款	1,565	2,941	11,119	15,408	16,050
应付账款	1,787	2,282	2,363	2,428	2,494
其他流动负债	6,053	3,025	7,296	5,773	7,428
非流动负债	3,406	9,678	14,589	11,464	8,078
长期借款	2,805	8,476	13,388	10,262	6,876
其他非流动负债	601.45	1,202	1,202	1,202	1,202
负债合计	12,811	17,925	35,368	35,073	34,050
少数股东权益	2,083	1,426	2,314	3,376	4,652
股本	1,058	1,083	1,088	1,088	1,088
资本公积	3,621	4,166	4,166	4,166	4,166
留存公积	1,883	2,200	4,266	6,736	9,703
归属母公司股东权益	6,581	7,362	8,324	9,514	10,987
负债和股东权益	21,475	26,713	46,006	47,963	49,689

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	1,630	768.22	5,538	4,509	7,986
净利润	804.52	893.72	2,067	2,470	2,966
折旧摊销	1,119	1,230	1,780	2,694	3,056
财务费用	147.84	136.55	454.14	725.24	767.49
投资损失	(406.54)	(376.44)	20.00	0.00	(21.00)
营运资金变动	(339.26)	(1,289)	1,289	(1,259)	1,304
其他经营现金	303.98	173.15	(71.60)	(120.54)	(86.58)
投资活动现金	(2,173)	(4,547)	(19,481)	(4,605)	(4,062)
资本支出	(1,756)	(4,664)	(18,426)	(3,299)	(3,099)
长期投资	(663.91)	(612.36)	(1,082)	(1,401)	(1,045)
其他投资现金	247.19	729.54	27.63	95.15	81.23
筹资活动现金	(216.20)	4,263	15,019	276.21	(3,726)
短期借款	(459.34)	1,376	8,178	4,289	641.30
长期借款	(2,108)	5,671	4,912	(3,125)	(3,386)
普通股增加	160.00	25.05	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,388	544.62	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	802.89	(3,353)	1,929	(887.52)	(981.07)
现金净增加额	(759.27)	528.24	1,077	180.95	198.49

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,046	16,964	22,597	23,544	24,582
营业成本	14,888	14,632	18,116	18,445	18,704
营业税金及附加	75.11	81.74	255.35	94.18	98.33
营业费用	121.50	131.72	135.58	141.26	147.49
管理费用	469.67	624.63	790.90	824.03	860.38
财务费用	147.84	136.55	454.14	725.24	767.49
资产减值损失	(92.22)	(161.23)	(112.99)	(117.72)	(122.91)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	406.54	376.44	(20.00)	0.00	21.00
营业利润	1,058	946.83	2,283	2,786	3,404
营业外收入	43.27	85.78	216.00	199.00	179.00
营业外支出	134.00	31.78	9.00	9.00	9.00
利润总额	967.75	1,001	2,490	2,976	3,574
所得税	163.23	107.12	423.32	505.86	607.57
净利润	804.52	893.72	2,067	2,470	2,966
少数股东损益	352.38	241.18	888.72	1,062	1,276
归属母公司净利润	452.14	652.54	1,178	1,408	1,691
EBITDA	2,265	2,406	4,724	6,395	7,397
EPS (人民币, 基本)	0.47	0.61	1.08	1.29	1.55

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(17.70)	(0.48)	33.21	4.19	4.41
营业利润	(64.15)	(10.55)	141.13	22.01	22.20
归属母公司净利润	(79.11)	44.32	80.54	19.50	20.11
获利能力 (%)					
毛利率	12.66	13.74	19.83	21.65	23.91
净利率	4.72	5.27	9.15	10.49	12.07
ROE	8.03	9.36	15.02	15.78	16.50
ROIC	13.30	8.94	9.31	11.35	14.67
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.66	67.10	76.88	73.12	68.53
净负债比率 (%)	62.25	114.26	231.76	199.32	145.49
流动比率	0.60	0.80	0.39	0.34	0.34
速动比率	0.36	0.49	0.25	0.23	0.22
营运能力					
总资产周转率	0.83	0.70	0.62	0.50	0.50
应收账款周转率	80.59	100.00	100.00	100.00	100.00
应付账款周转率	8.58	7.19	7.80	7.70	7.60
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.60	1.08	1.29	1.55
每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	0.71	5.09	4.14	7.34
每股净资产(最新摊薄)	6.05	6.77	7.65	8.74	10.10
估值比率					
PE (倍)	32.47	22.50	12.46	10.43	8.68
PB (倍)	2.23	1.99	1.76	1.54	1.34
EV EBITDA (倍)	9.78	10.87	8.82	6.84	5.69

正文目录

投资要点	4
全球磷矿供需面较好有望维持景气，磷酸二铵供应紧张下企业出口盈利强劲	4
国内反内卷政策等催化下，尿素、煤炭、PVC 等产品盈利有望修复	4
公司拓展上游磷矿、煤等并延伸下游新能源领域，一体化优势有望加强	4
我们与市场观点不同之处	4
湖北宜化：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，通过资产重组优化产业布局	5
公司盈利在 21-22 年迎来高峰，周期下行后盈利底部坚实	6
磷化工产能在化肥、电池材料等领域持续优化	8
化肥：种植面积增长带动需求，供给缓扩张带来全球高景气	9
全球种植面积稳步增长，化肥消费量爬升	9
磷：全球性磷资源供需紧张，出口肥盈利强劲	10
磷酸二铵：供需格局较好，国内外价差持续走高	14
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	15
尿素：国内外需求端均稳增，出口肥盈利改善	17
氯碱：PVC 静待需求恢复，氧化铝带动烧碱需求侧	19
PVC：供给端有所优化，出口拉动需求侧	19
烧碱：供给受限，盈利良好	19
公司具备区位优势及成本端优势，拓展上游磷矿石、煤等资源品	21
磷酸二铵：依托集团上游资源，公司一体化优势有望增强	21
尿素：公司采用天然气法降低成本，原料具备地理优势	21
煤炭：加码上游煤炭资源，煤化工等下游支撑需求侧	22
首次覆盖湖北宜化，给予“增持”评级	23
风险提示	26

投资要点

湖北宜化是从事尿素、磷酸二铵等化肥业务和氯碱、精细化工品等化工业务的国内领先企业，我们认为：

全球磷矿供需面较好有望维持景气，磷酸二铵供应紧张下企业出口盈利强劲

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未来 3 年有望维持景气。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%，25 年巴西/印度播种面积达 0.98/1.58 亿公顷，同比+0.4%/+1.6%。南美、印度等地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。我国磷肥出口有所受限以及海外企业磷资源供应不足下，海外磷肥价格今年以来持续上涨，国内企业磷肥出口盈利强劲。25H1 公司磷酸二铵年产能 130 万吨，生产规模居国内前列，且积极推动出口，有望充分受益。

国内反内卷政策等催化下，尿素、煤炭、PVC 等产品盈利有望修复

尿素方面，据美国农业部等，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%，下游农施、复合肥增长有望带动需求侧，在出口端有所放开、新增产能受限以及高耗能固定床装置清退下，尿素供需格局有望改善。新疆煤炭方面，目前价格处于相对低位，伴随国内反内卷政策催化及新疆地区下游煤化工、煤电、疆煤外运等需求侧带动，未来价格或有所修复。PVC 方面，25 年 1-7 月 PVC 出口量达 229 万吨，同比+57%，出口侧仍有增长，下游制品出口亦有所带动，当前行业处于底部位置，是“反内卷”的重点领域。25H1 公司尿素、煤炭、PVC 年产能 216/3000/90 万吨，在反内卷政策催化及需求带动下，未来盈利有望改善。

公司拓展上游磷矿、煤等并延伸下游新能源领域，一体化优势有望加强

磷矿石方面，公司磷矿石目前主要从控股股东宜化集团和参股公司江家墩磷矿采购，部分需外采。宜化集团现有 330 万吨/年的磷矿产能，后续规划 140 万吨产能。江家墩磷矿现有 30 万吨产能，后续规划产能 150 万吨，未来新产能落地有望增强公司一体化。煤方面，子公司新疆宜化现有煤矿储量 21.08 亿吨，24 年产能 3000 万吨，煤矿方面作为原料可降低公司化肥生产成本并助力煤化工产业。新能源方面，公司依托精制磷酸发展电池正极材料磷酸铁-磷酸铁锂，与宁波邦普、多氟多、史丹利等多家公司合作建设磷酸、新能源材料前驱体等多个产品，产业链一体化优势有望加强。

我们与市场观点不同之处

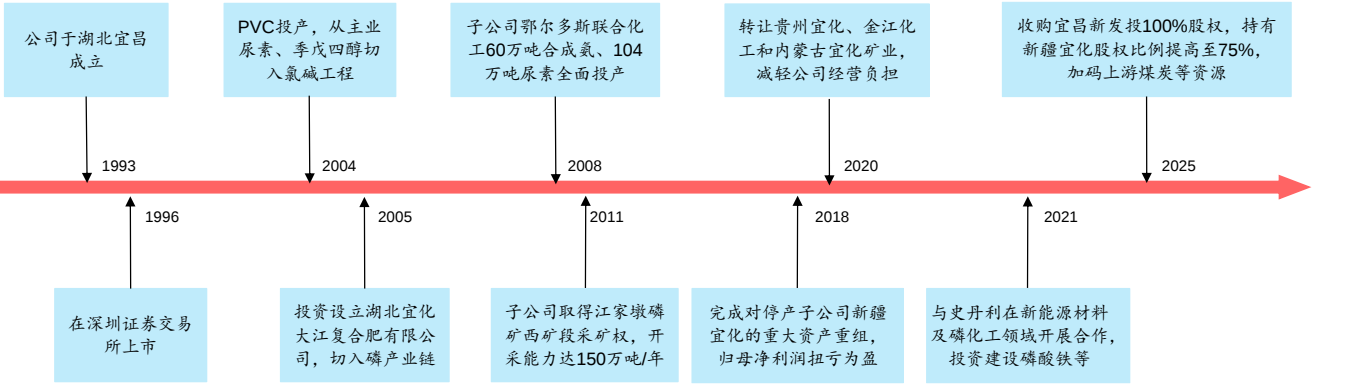
市场对海外化肥景气有所低估，认为特别是海外磷肥价格高位较难维持，我们认为巴西、印度等地种植面积持续爬升，东南亚、非洲等地亦需求较好，在海外企业供应不足且国内企业出口有所受限下，我们预计 25/26 年国内磷矿开工率分别为 97%/94%，全球磷矿石供需缺口预计 25/26 年为-379/-445 万吨，海外氮、磷肥景气有望维持，利好具备出口能力的企业，整体氮、磷肥盈利有望在国内供给格局改善趋势下迎来进一步改善。

湖北宜化：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，通过资产重组优化产业布局

公司从事化肥（尿素、磷酸二铵等）和化工（PVC、烧碱等）产品的开发、生产和经营，具备上游原料煤炭、电石、合成氨、磷矿石等产能。公司于 93 年在湖北宜昌成立，04 年切入氯碱领域，05 年进入磷产业链，08 年子公司联合化工 60 万吨合成氨、104 万吨尿素投产，11 年取得江家墩磷矿采矿权，18 年对子公司新疆宜化进行资产重组并实现净利润扭亏为盈，后布局新材料、新能源等领域。25 年收购宜昌新发投 100% 股权，控股新疆宜化股权比例 75%，加码上游煤炭等资源。

图表1：湖北宜化发展历程



资料来源：公司公告，华泰研究

据 25 年半年报，公司尿素/磷铵/聚氯乙烯产能分别为 216/165/90 万吨，其中磷酸二铵产能为 130 万吨。公司参股公司江家墩现有 30 万吨磷矿石产能，后续规划产能 150 万吨。

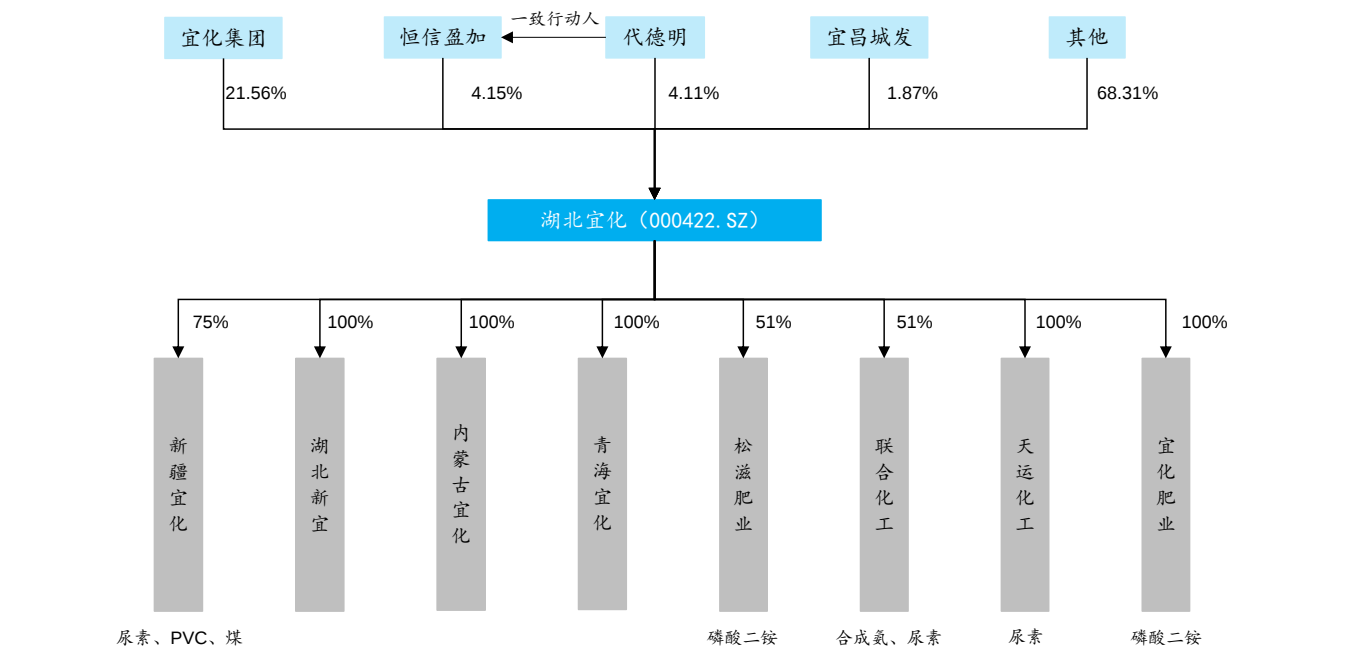
图表2：公司主要产品年产能分主体情况（截至 2025H1，单位：万吨）

产 品	联合化工	天运化工	新疆宜化		合计
尿素	104	52	60		216
磷铵	65	60	40		165
聚氯乙烯	30	30	30		90
烧碱	28	21	20	25	94
合成氨	46				46
电石	60	45			105
磷矿石	30				30
煤炭	3000				3000
季戊四醇	4	3			7
保险粉	8				8

资料来源：公司公告，青海项目信息网，Wind，公司官网，湖北省经济和信息化厅，华泰研究

截至 25 年 8 月 18 日，大股东宜化集团持有公司 21.6% 股权，宜化集团是宜昌市国资委出资监管的市属重点国有企业，宜昌市国资委合计持有宜化集团 100% 股份。公司拥有联合化工、宜化肥业、天运化工、松滋肥业、内蒙古宜化、新疆宜化等多个子公司。

图表3：股权结构示意图（截至 2025.8.18）



2024 年公司实施限制性股票激励计划，本激励计划首次授予日为 2024 年 7 月 18 日，首次授予数量为 2504.8 万股（占授予前公司总股本的比例为 2.37%），首次授予价格为 4.22 元/股，首次授予登记人数为 587 人，包括公司董事、高级管理人员、核心管理人员及核心业务骨干人员。主要业绩考核目标包括 24/25/26 年归母净利润较 23 年基数增长分别不低于 20%/40%/60%，对应不低于 5.4/6.3/7.2 亿元。

图表4：湖北宜化限制性股票激励计划情况

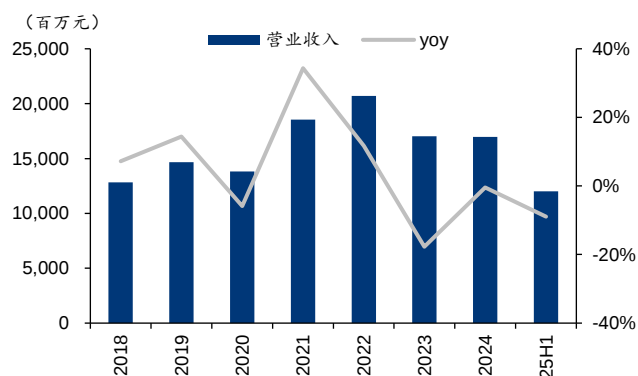
解除限售期	考核期	主要业绩考核目标	可解除限售数量占 获授权益数量比例
第一个解除限售期	2024 年	2024 年 ROE 不低于 7%；以 2023 年业绩为基数，2024 年归母净利润增长不低于 20%，且上述两个指标均不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2024 年主营业务收入占营业收入比重不低于 95%。	40%
第二个解除限售期	2025 年	2024 年和 2025 年 ROE 平均值不低于 7.5%或 2025 年 ROE 不低于 8%；以 2023 年业绩为基数，2024 年和 2025 年归母净利润平均值较上述基数增长不低于 30%或 2025 年归母净利润较上述基数增长不低于 40%，且上述两个指标均不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2025 年主营业务收入占营业收入比重不低于 95%。	30%
第三个解除限售期	2026 年	2024 年、2025 年和 2026 年 ROE 平均值不低于 8%或 2026 年 ROE 不低于 9%；以 2023 年业绩为基数，2024 年、2025 年和 2026 年归母净利润平均值较上述基数增长不低于 40%或 2026 年归母净利润较上述基数增长不低于 60%，且上述两个指标均不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2026 年主营业务收入占营业收入比重不低于 95%。	30%

资料来源：公司公告，华泰研究

公司盈利在 21-22 年迎来高峰，周期下行后盈利底部坚实

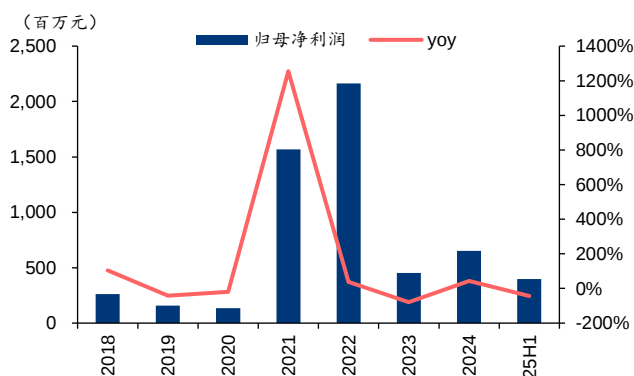
公司自上市以来一直从事化肥、氯碱行业，后陆续布局精细化工、新能源行业以及上游资源品领域，21 年在资产重组以及化肥等景气周期下，净利润实现大幅增长。据公司年报，24 年公司实现营收 170 亿元，同比-0.5%，实现归母净利润 6.5 亿元，同比+44%，主要系公司出口化肥盈利改善，新项目投产后有效降低公司液氨成本，以及资产处置收益及补贴等原因；25H1 公司实现营收 120 亿元，同比-9%，实现归母净利润 4.0 亿元（新疆宜化并表调整后），同比-44%，主要系主导产品尿素、磷酸二铵、煤炭等市场价格持续下跌。

图表5：湖北宜化营收增长情况



资料来源：Wind，华泰研究

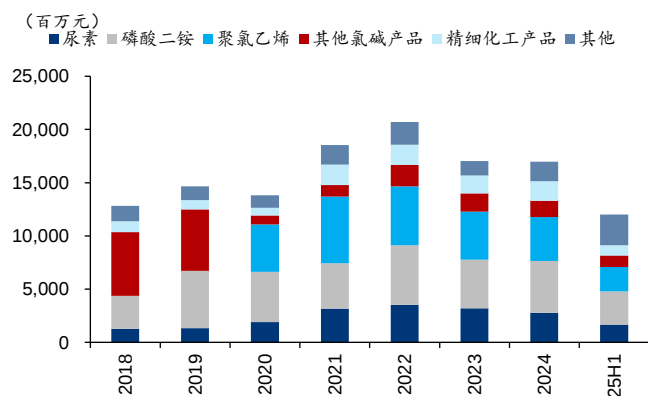
图表6：湖北宜化归母净利润增长情况



资料来源：Wind，华泰研究

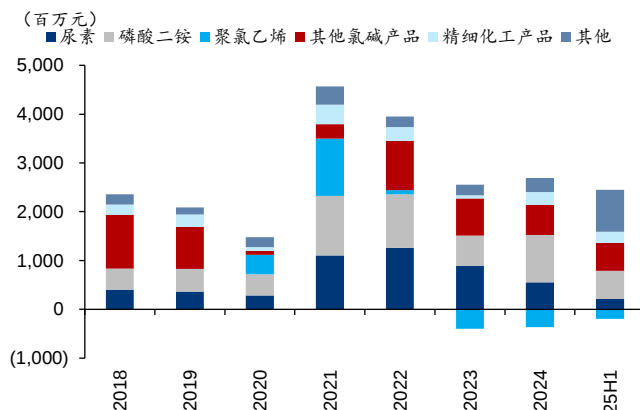
分产品看，24 年公司尿素/磷酸二铵/PVC/其他氯碱/精细化工实现毛利 5.5/9.7/-3.6/6.2/2.7 亿元，25H1 则分别实现毛利 2.1/5.8/-2.0/5.7/2.3 亿元，PVC 受价格下跌影响毛利率较低，化肥、烧碱为公司近年来主要毛利来源。24 年公司毛利率/净利率分别为 13.7%/5.3%，25H1 公司毛利率/净利率分别为 18.8%/6.3%，同比+4.8/-1.4pct，毛利率提高主要系新疆宜化并表后煤炭、烧碱等高毛利产品占比提高。24 年公司分红率为 33%。

图表7：化肥及氯碱为公司目前主要收入来源



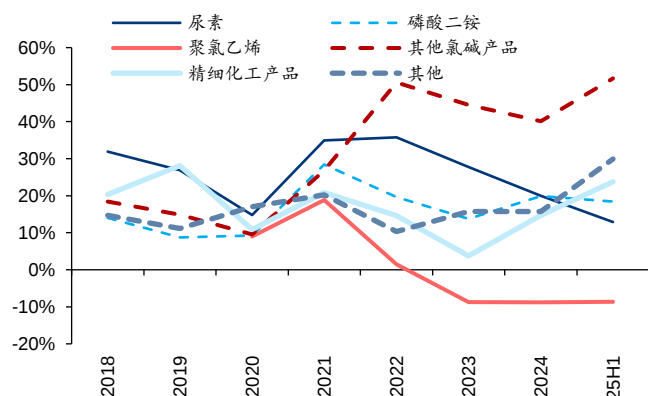
注：17-19 年披露氯碱产品（PVC+烧碱，PVC 为主），未单独披露 PVC，下同
 资料来源：Wind，华泰研究

图表8：化肥及烧碱为公司目前主要毛利来源



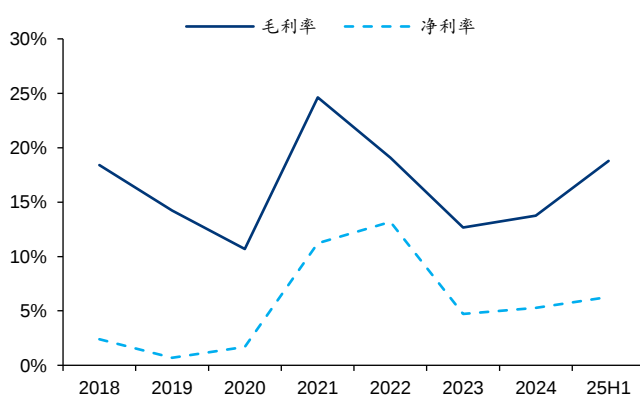
资料来源：Wind，华泰研究

图表9：烧碱等产品毛利率 25 年有所提高



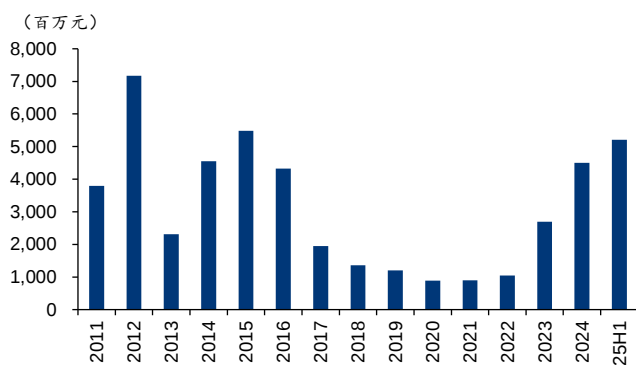
资料来源：Wind，华泰研究

图表10：新疆宜化并表后公司毛利率 25 年有所提高



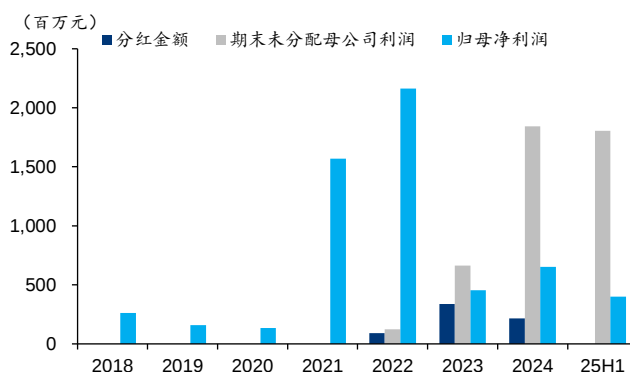
资料来源：Wind，华泰研究

图表11：公司在建工程近年来持续增加



资料来源：Wind，华泰研究

图表12：公司近年来开始分红



资料来源：Wind，华泰研究

磷化工产能在化肥、电池材料等领域持续优化

公司于23年8月投资建设65万吨/年磷铵搬迁及配套设施升级改造等项目，于24年4月投资建设年产40万吨磷铵等项目。新能源方面，公司依托精制磷酸发展电池正极材料磷酸铁-磷酸铁锂。公司21年10月与宁德时代子公司宁波邦普合作，规划新增30万吨/年磷酸铁、16.2万吨/年精制磷酸等产能，于24年6月与多氟多共同成立子公司湖北氟硅宜成新材料，规划建设无水氟化氢、六氟磷酸锂等。此外，公司于21年12月与史丹利合作建设生产磷矿、硫酸、磷酸、新能源材料前驱体等产品。

图表13：湖北宜化部分在建项目情况（投资额：亿元）

基地	投资额	项目情况（年产能）
湖北松滋	110	一期项目已投入运营：硫酸（120万吨）、湿法磷酸（30万吨）、精制酸（20万吨）、磷酸铁（5万吨）
湖北宜昌	52	选矿装置（220万吨）、硫磺制酸装置（2×60万吨）、（100%P2O5）湿法磷酸装置（40万吨）、（100%P2O5）精制磷酸装置（20万吨）、磷酸二铵装置（30万吨）、粉状磷酸一铵装置（30万吨）、氨酸复合肥装置（10万吨）、硫基复合肥装置（20万吨）、高档阻燃剂装置（10万吨）、工业磷酸一铵装置（5万吨）。于2025年6月满负荷投产。
湖北宜昌	4.84	保险粉（保险粉，包括90%、88%、85%三种等级）。建设期15个月。
湖北宜昌	15	烧碱（20万吨）、液氯（8万吨）、高纯盐酸（2万吨）、氢能发电（1000度/小时）（1MW）。建设周期约24个月。
湖北宜都	30	磷酸二铵（40万吨）、硫基复合肥（20万吨）。于2025年8月满负荷投产。
湖北宜昌	10.02	无水氟化氢（2×3万吨）。预计建设周期约两年，拟分两期建设。

资料来源：公司公告，华泰研究

图表14：公司股价复盘（前复权）



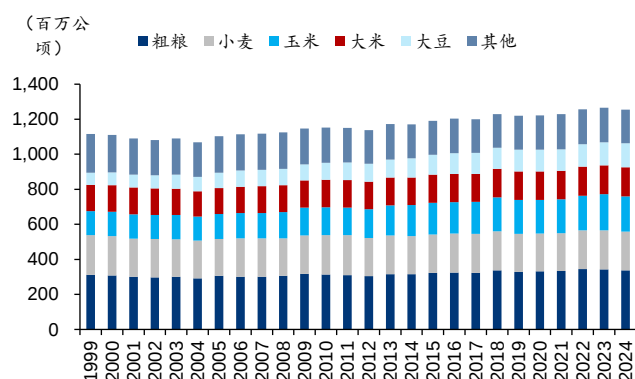
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

化肥：种植面积增长带动需求，供给缓扩张带来全球高景气

全球种植面积稳步增长，化肥消费量爬升

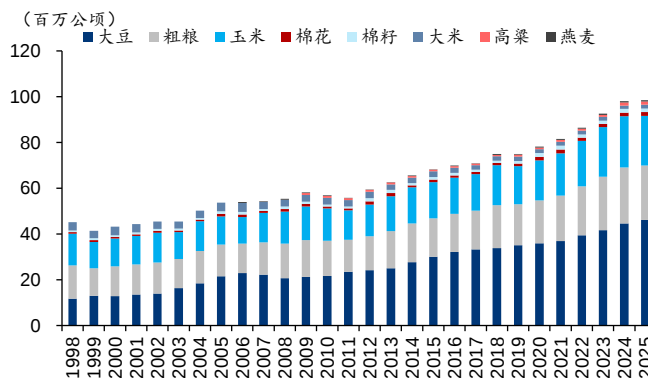
据美国农业部，24 年全球粮食作物播种面积达 12.55 亿公顷，15-24 年 CAGR 为 1%，25 年巴西播种面积达 0.98 亿公顷，同比+0.4%，25 年印度播种面积达 1.58 亿公顷，同比+1.6%。南美、印度等地播种面积提高支撑化肥需求侧，而伴随亚非拉低收入国家人口需求逐渐释放未来粮食作物需求仍将提升。据 IFA，24 年全球氮肥/磷肥/钾肥消费量预计分别为 1.16/0.48/0.40 亿吨，同比+2%/+3%/+6%，预计 28 年分别为 1.23/0.52/0.44 亿吨。供给方面，23 年全球尿素（折 N）产能/产量分别为 10547/8993 万吨，仍呈现增长态势；磷酸二铵（折 P_2O_5 ）产能/产量分别为 2902/1595 万吨，近几年较为稳定。

图表15：全球粮食作物播种面积



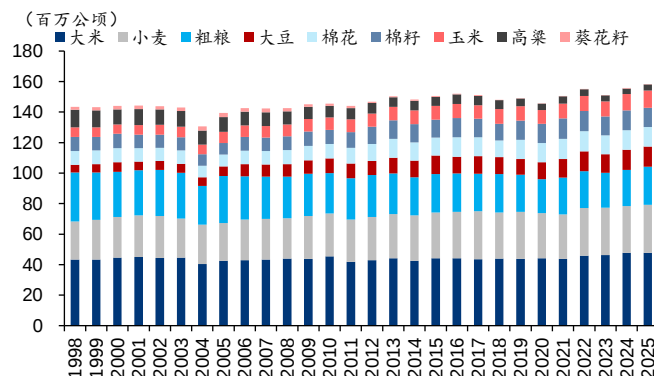
资料来源：美国农业部，华泰研究

图表16：巴西播种面积情况



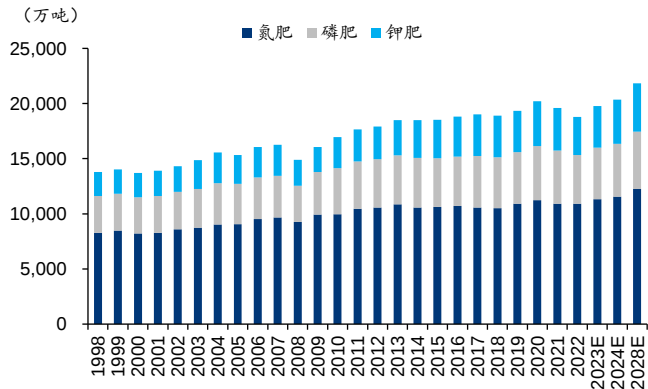
资料来源：美国农业部，华泰研究

图表17：印度播种面积情况



资料来源：美国农业部，华泰研究

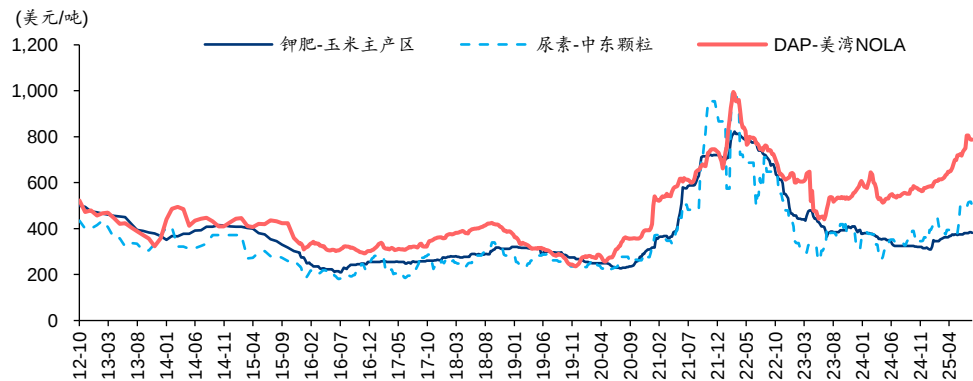
图表18：全球氮肥、磷肥、钾肥消费量及预测



资料来源：国际肥料协会，华泰研究

据彭博，2025 年 10 月 17 日尿素（中东颗粒）/磷酸二铵（美湾）/钾肥（巴西 CFR）价格 390/755/350 美元/吨，较年初+11%/+30%/+19%，10 月 17 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 1303/2073/-254 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19：全球化肥价格 25 年来有所走高

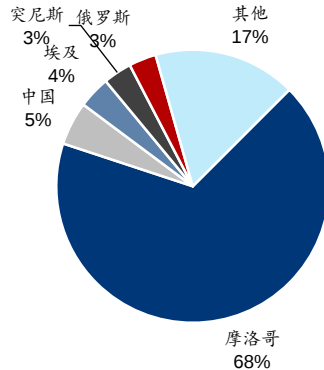


资料来源：彭博，Wind，华泰研究

磷：全球性磷资源供需紧张，出口肥盈利强劲

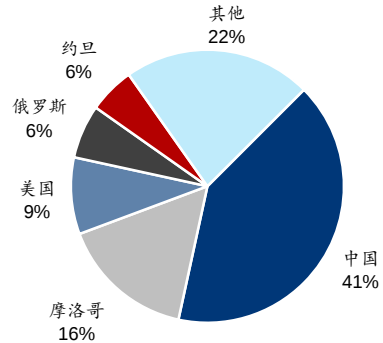
磷矿石是具有不可再生等特性的稀缺性矿产资源，主要下游为磷肥。据 USGS，23 年全球磷矿石储量/产量为 740/2.2 亿吨，储采比较高。全球磷矿储量及产量所在地分布集中，23 年全球磷矿储量中摩洛哥/中国/埃及/突尼斯/俄罗斯占比为 68%/5%/4%/3%/3%。21-23 年摩洛哥磷矿储量维持 500 亿吨，中国及俄罗斯则持续勘探新矿，23 年磷矿储量分别为 38/24 亿吨，较 21 年增长 19%/300%。据 CRU 等，24 年 OCP/Mosaic/Phosagro 磷矿石产能分别为 4800/2100/1200 万吨，海外企业集中度较高。近年来海外头部企业 Mosaic、Phosagro、Nutrien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

图表20：全球磷矿石储量结构（2023 年）



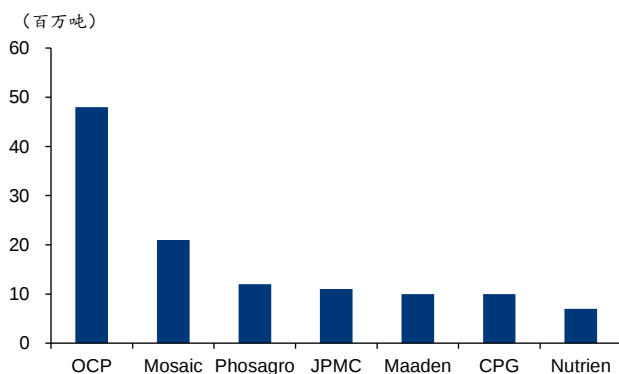
资料来源：USGS，华泰研究

图表21：全球磷矿石产量结构（2023 年）



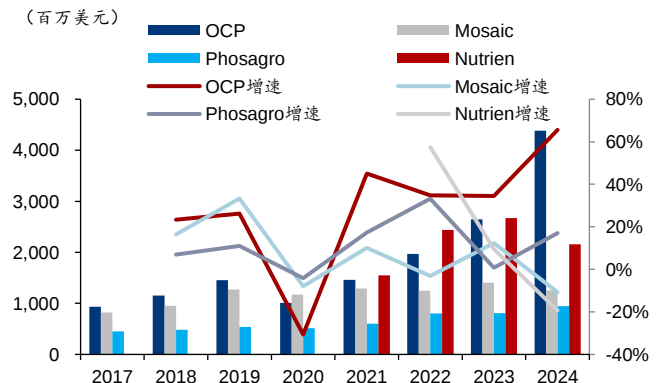
资料来源：USGS，华泰研究

图表22：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

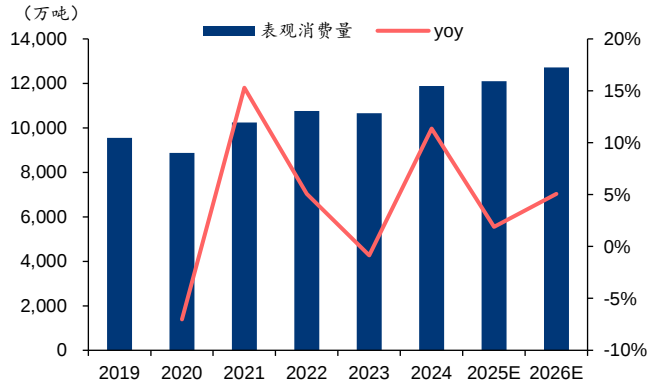
图表23：海外磷矿石头部企业资本开支情况



资料来源：公司公告，华泰研究

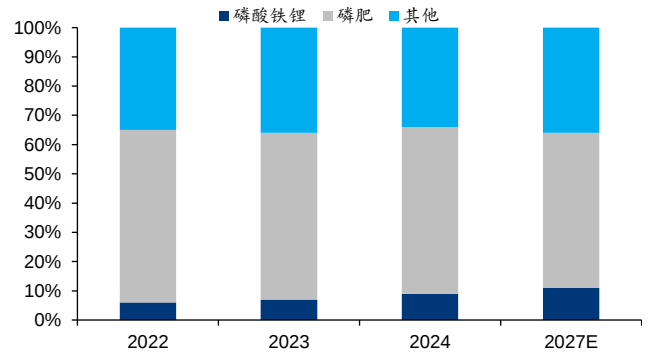
据百川盈孚，24 年我国磷矿石表观消费量为 1.17 亿吨，同比+11%，国内生产的磷矿石主要自用，进出口量较小，下游主要是磷肥，近些年受益于新能源产业中动力电池等发展，磷酸铁锂需求增长迅速，进一步支撑磷矿需求。据 GGII 等，磷酸铁锂电池在动力电池中的出货量占比已由 19 年的 28% 增至 25 年 6 月的 81%。据中国化工信息中心，磷酸铁锂占磷矿石需求由 22 年 6% 增长至 24 年的 9%，27 年有望进一步增长至 11%。

图表 24：中国磷矿石消费量有望持续增加



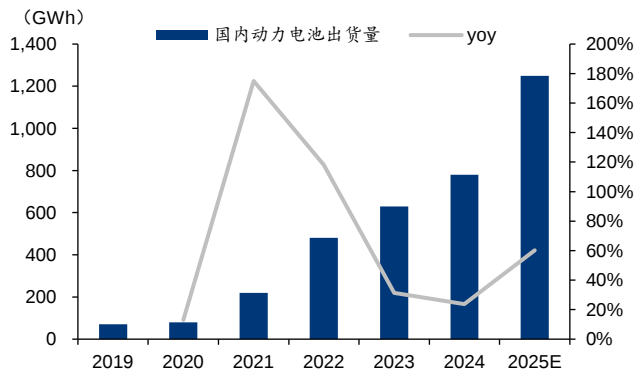
资料来源：百川盈孚，华泰研究预测

图表 25：中国磷矿石下游变化情况及预测



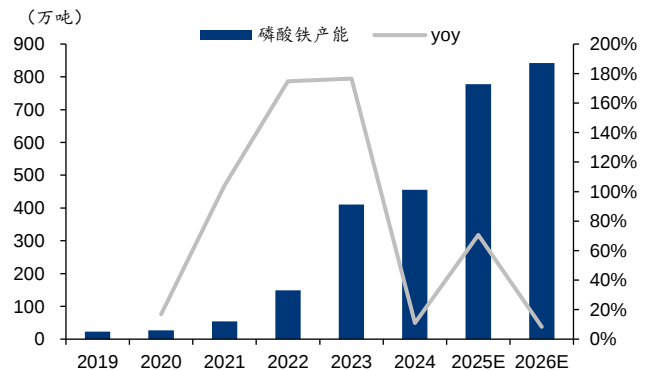
资料来源：中国化工信息中心，华泰研究

图表 26：国内动力电池出货量持续增加



资料来源：GGII，华泰研究

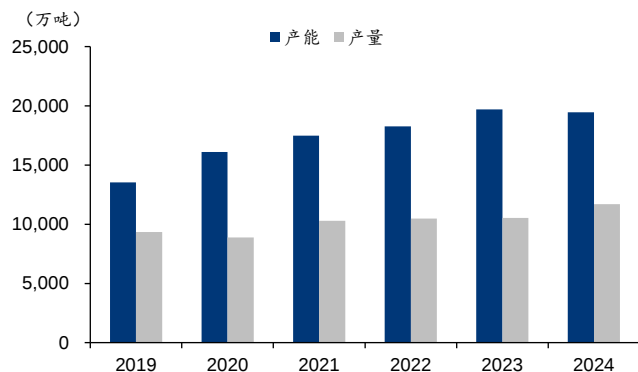
图表 27：国内磷酸铁产能持续增长



资料来源：百川盈孚，华泰研究

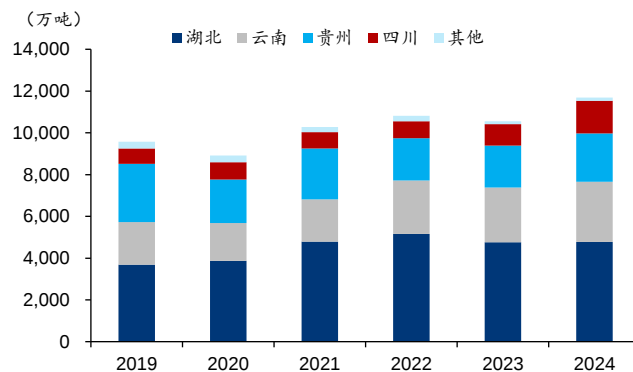
据 USGS，23 年中国磷矿石产量为 0.9 亿吨，占全球 41%，存在一定程度过度开采。据百川盈孚，24 年我国磷矿石产能/产量分别为 1.9/1.17 亿吨，生产地集中分布在云南、贵州、四川、湖北四省。16 年磷矿被列入我国战略性矿产资源，在环保趋严下落后产能持续退出，18 年开始产量有所下滑，近几年较为平稳。磷矿石主要企业包括贵州磷化、云天化、兴发集团等，投产周期较长。据中国磷复肥工业协会，部分省份磷矿产量、出省量受限，湖北宜昌磷矿产量近几年一直稳定在 2000 万吨/年左右，贵州磷矿产量则实施“以渣定产”，磷矿出省量有所控制，供需中长期趋紧下国内磷矿石价格维持高位，21 年来贵州磷矿石市场价格呈上涨趋势，25 年来维持在 1040 元/吨。

图表28：中国磷矿石产量情况



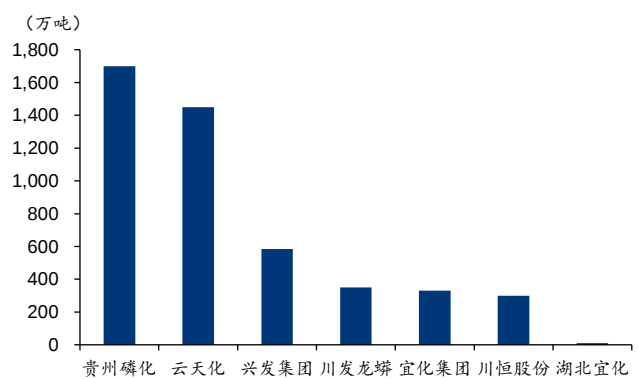
资料来源：USGS，华泰研究

图表29：国内磷矿石产量分布较为集中



资料来源：百川盈孚，华泰研究

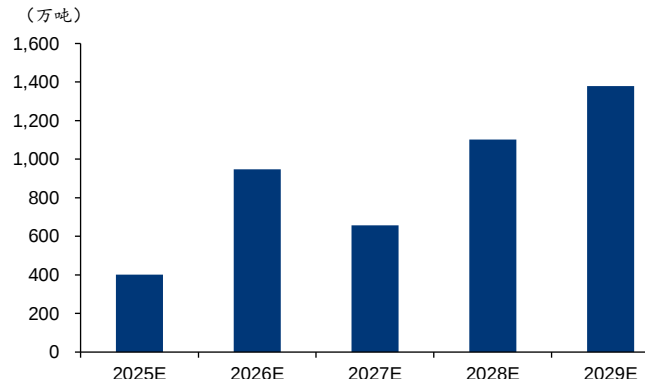
图表30：中国磷矿石主要企业产能情况（2025）



注：各公司平均品位情况：贵州磷化（穿岩洞矿：26%，英坪矿：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%，海口磷矿：23%，天宁矿业：22%），兴发集团（25%），川发龙蟒（22%-25%），宜化集团（23%），川恒股份（小坝磷矿：24%，新桥磷矿：26%），湖北宜化（江家墩西段：27%）

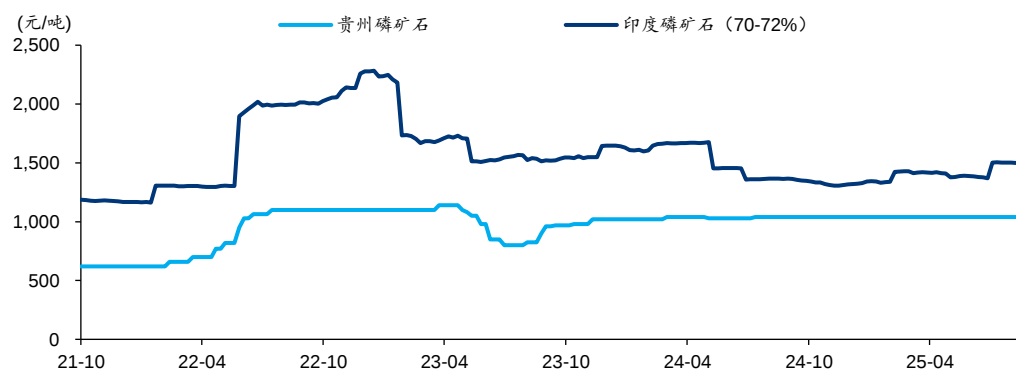
资料来源：Wind，百川盈孚，华泰研究

图表31：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32：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 年磷矿下游磷酸铁锂需求同比+31%/+28%，国内磷矿石实际消费量预计同比+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 年国内磷矿石开工率为 97%/94%。

图表33：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，全球种植面积增长下我们预计磷矿下游磷肥 25/26 年需求同比+3%/+3%，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，新增产能放缓下海内外整体供应偏紧，预计 25/26 年海外开工率为 76%/74%，我国出口有所受限下全球磷矿石供需缺口或放大，预计 25/26 年为-379/-445 万吨。

图表34：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：21-23 年全球供需数据为 IFA 数据，其假设全球产量=全球消费量，故供需缺口为 0，24 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

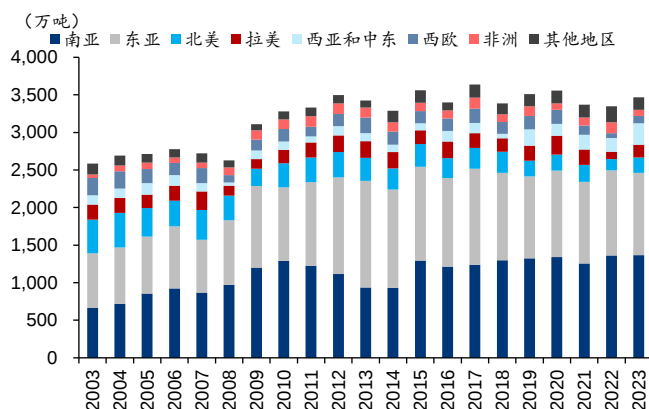
资料来源：百川盈孚，Wind，IFA，华泰研究预测

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，国内外价差持续走高

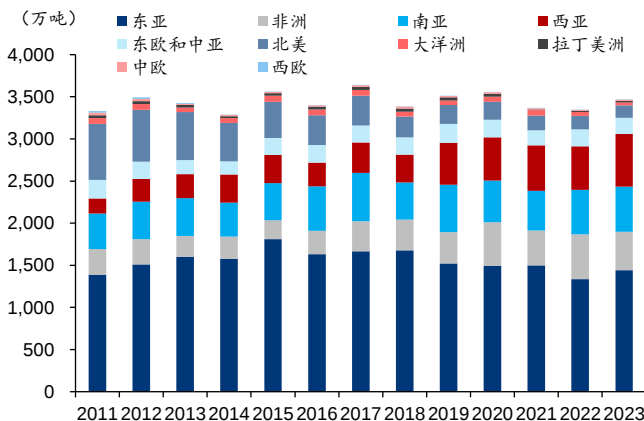
据 Mordor Intelligence, 磷酸二铵是全球使用最主要的磷肥, 占磷肥总消费量 45%。据 IFA, 23 年全球磷酸二铵表观消费量达 3468 万吨, 同比+4%, 南亚及东亚为主要消费地区。25 年随着化肥需求恢复, 磷肥需求量预计同比增加 2%。全球磷酸二铵产能主要集中在亚洲和非洲, 随着新产线产能释放, 全球产能稳步提升, 23 年产能达 6315 万吨, 较 18 年增长 9%, 28 年有望达 7000 万吨。据各公司官网等, Mosaic/OCP/贵州磷化/Phosagro/云天化/湖北宜化磷肥 24 年产能占比为 26%/26%/12%/10%/9%/2%, 头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

图表35：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

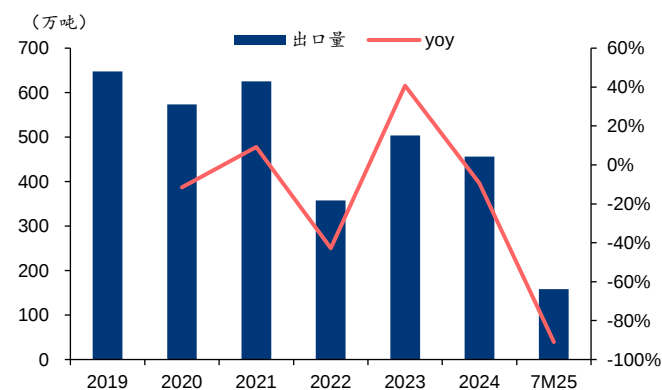
图表36：磷酸二铵全球产量情况



资料来源：国际肥料协会，华泰研究

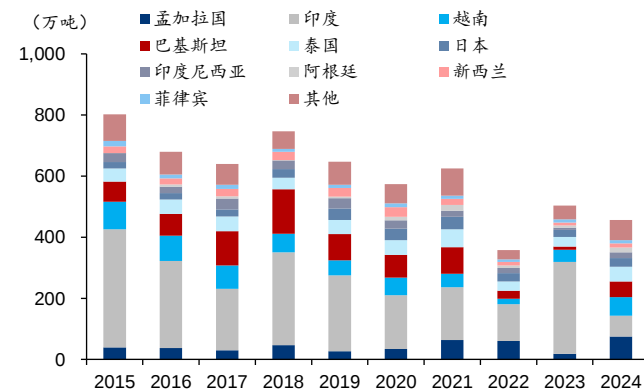
磷肥主要用作复合肥, 据美国农业部, 24 年我国播种面积达 163 百万公顷, 同比+2%。据博研咨询等, 25 年我国复合肥需求量有望同比+12%至 5500 万吨, 带动磷酸二铵需求侧。24 年我国磷酸二铵消费量达 958 万吨, 同比+6%, 在实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动背景下, 未来国内二铵年需求量约 1000 万吨。磷肥需求整体呈现春秋备肥旺季、夏冬淡季的特点。我国磷酸二铵出口地区以东南亚、南亚为主, 出口国以印度等为主。据隆众资讯, 近期磷肥出口政策落地, 出口有所放开有望稳定国内价格, 同时由于国内外价差利好具备出口能力的企业。

图表37：国内磷酸二铵出口量有所缩减



资料来源：百川盈孚，华泰研究

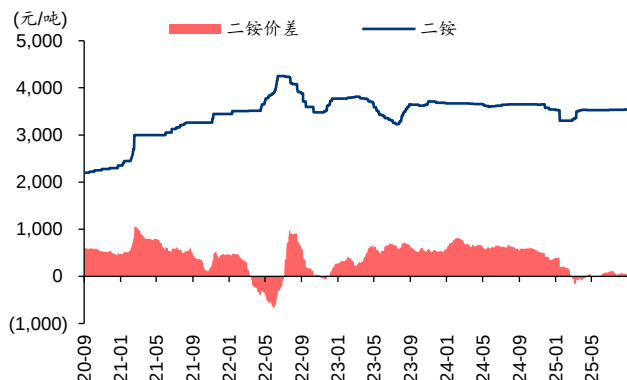
图表38：我国磷酸二铵出口情况（按国家）



资料来源：海关总署，华泰研究

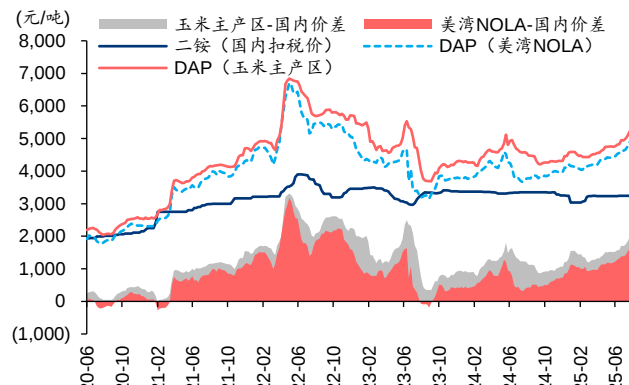
据百川盈孚等, 24 年国内磷酸二铵产能/产量分别为 2449/1425 万吨, 25/26 年暂无新增产能, 主要系政策影响下新增产能受限。国内二铵产能较集中, 24 年贵州磷化/云天化/湖北宜化产能为 680/445/126 万吨, 占比为 28%/18%/5%, 国内从 17 年以来经历了先逐步去产能而后投放新产能阶段。据百川盈孚等, 国内二铵 25 年 10 月 20 日价差下降至 -35 元/吨, 国内磷肥景气低。而海外磷肥供给偏紧且需求端较好, 致磷肥价格 25 年来持续上涨, 美湾 NOLA 与国内的价差 25 年 10 月扩大至 2073 元/吨, 出口化肥盈利持续改善。

图表39：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40：国内外磷酸二铵价格价差情况

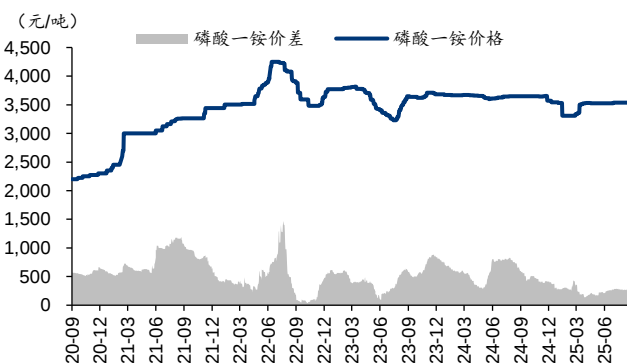


资料来源：百川盈孚，Bloomberg，Wind，华泰研究

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

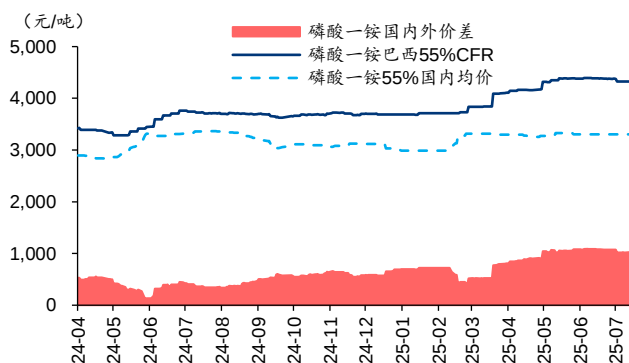
磷酸一铵是高浓度磷复肥主要品种，下游为复合肥。据百川盈孚，24 年中国磷酸一铵产能/产量分别为 2243/1098 万吨，未来新增产能仅有湖北宜化于 25 年投产 30 万吨，24 年磷酸一铵实际消费量/出口量分别为 892/200 万吨，25 年 1-7 月出口量仅 60.1 万吨。国内磷肥出口近期放开，出口配额及细则明确后出口量将增加，而国内供应则相应减少。国内一铵 25 年 10 月 20 日价差下降至 31 元/吨，主要系原料价格上涨。海外磷肥供给偏紧而需求较好及原料涨价下，磷酸一铵（巴西 CFR）与国内的价差 25 年 10 月扩大至 573 元/吨。

图表41：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*硫酸价格计算得到
 资料来源：百川盈孚，Wind，华泰研究

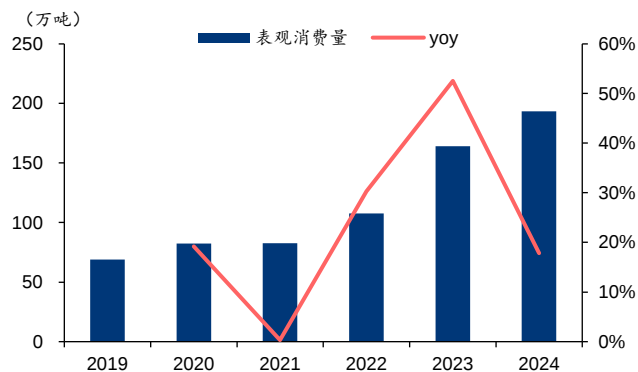
图表42：国内外磷酸一铵价格价差情况



资料来源：百川盈孚，Wind，华泰研究

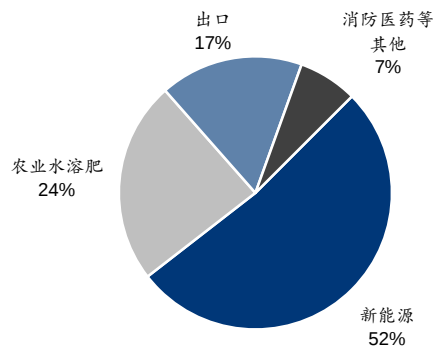
工业级磷酸一铵广泛应用于农业、阻燃剂、电池正极等领域，其中农业主要用于生产高端水溶肥或直接施用，消费市场主要在新疆地区，作为阻燃剂则用于木材、纸张等阻燃，防火涂料配合剂，干粉灭火剂等，也可以用作磷酸铁锂前驱体原料等，近年来受益于新能源、农业等行业增长，据钢联数据，24 年工业级磷酸一铵消费量达 193 万吨，同比+18%。但由于供需格局不利，盈利处于历史低位。

图表43：国内工业级磷酸一铵消费量持续增长



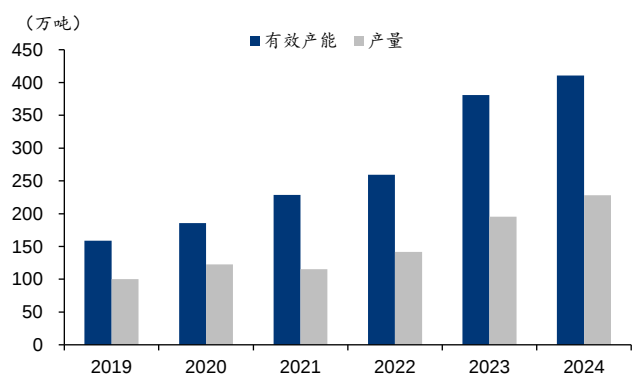
资料来源：钢联数据，华泰研究

图表44：国内工业级磷酸一铵下游需求结构（2024年）



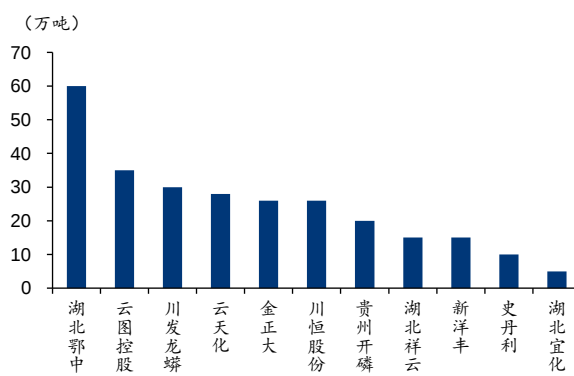
资料来源：钢联数据，华泰研究

图表45：国内工业级磷酸一铵供给情况



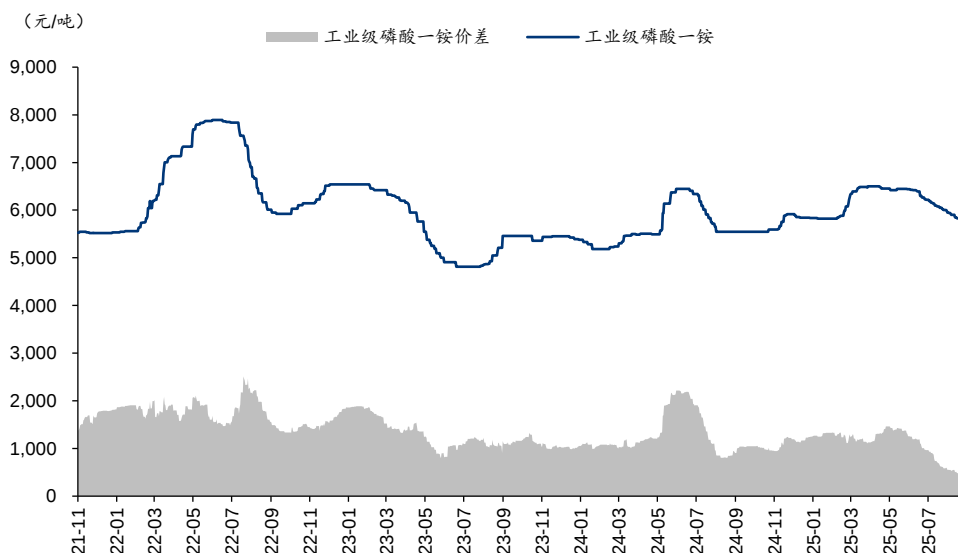
资料来源：钢联数据，华泰研究

图表46：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47：国内工业级磷酸一铵价格价差情况

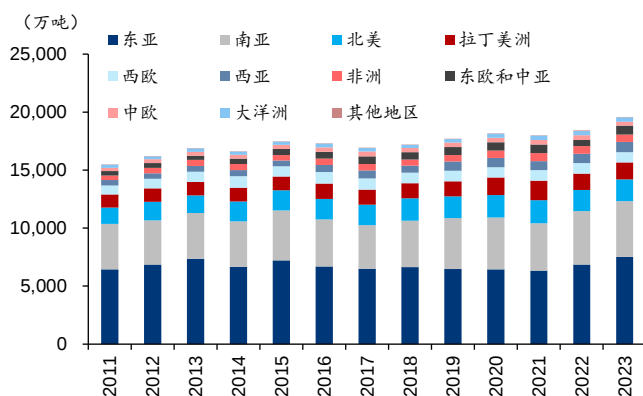


资料来源：百川盈孚，Wind，华泰研究

尿素：国内外需求端均稳增，出口肥盈利改善

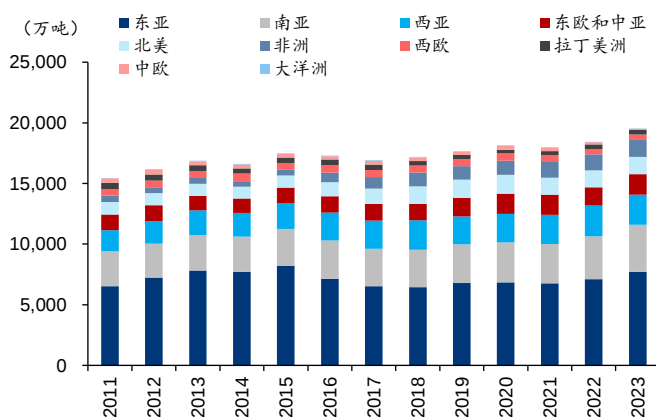
据 IFA，23 年全球尿素表观消费量达 19550 万吨，同比增长 6%。东亚及南亚作为全球主要粮食生产国，为尿素主要消费地。全球尿素产能主要集中在亚洲，08 年后随着氮肥需求扩大全球尿素产能增长迅速，除中国外新产能主要来自中东、东欧和东南亚等尿素出口国及美国、印度等尿素进口国。23 年全球尿素产能达 22928 万吨，28 年有望达 24943 万吨。尿素主要用于施肥，还可用于复合肥、工业板材等，据百川盈孚，我国尿素 24 年实际消费量达 6655 万吨，同比+14%，主要系下游复合肥、高氮肥等需求较好。我国尿素出口地以亚洲为主，24 年前以印度为主，23 年中国尿素出口量在全球尿素贸易量约 8%，随着国内保供，出口量自 24 年来显著下滑。近期尿素出口政策落地，国内外价差利好出口企业。

图表48：尿素全球各地区表观消费量



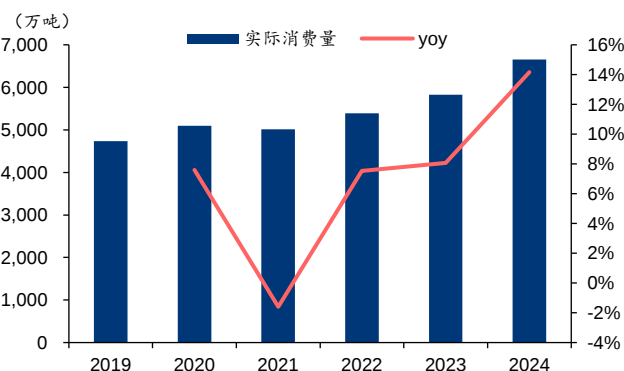
资料来源：国际肥料协会，华泰研究

图表49：尿素全球产量情况



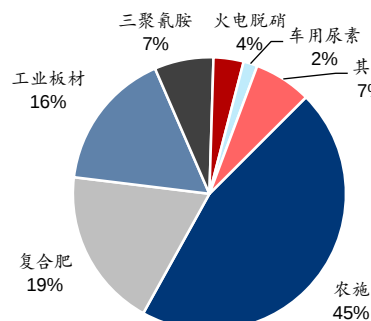
资料来源：国际肥料协会，华泰研究

图表50：国内尿素消费量持续增长



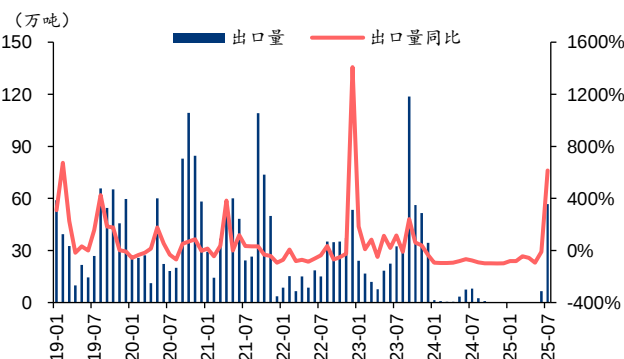
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表51：国内尿素下游需求结构（2024）



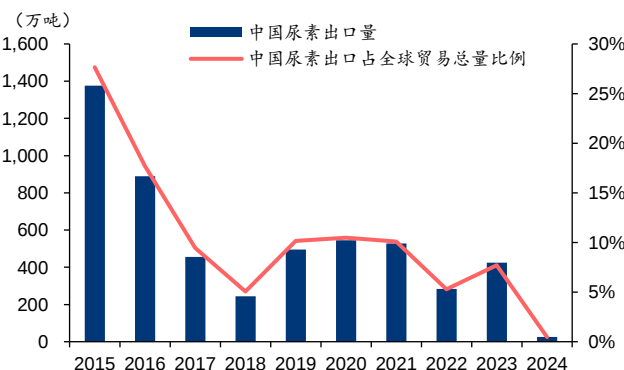
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表52：我国尿素月度出口情况



资料来源：海关总署，华泰研究

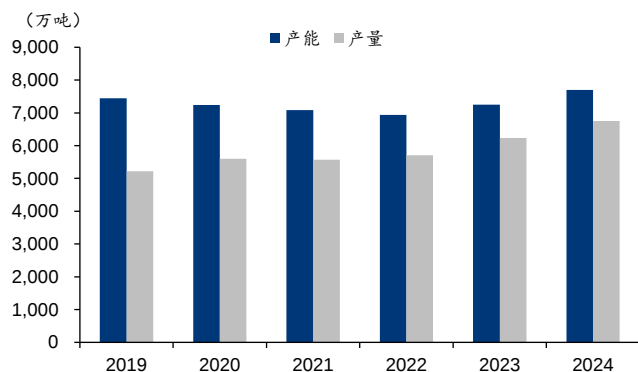
图表53：中国出口尿素占全球尿素贸易量比例



资料来源：海关总署，IFA，华泰研究

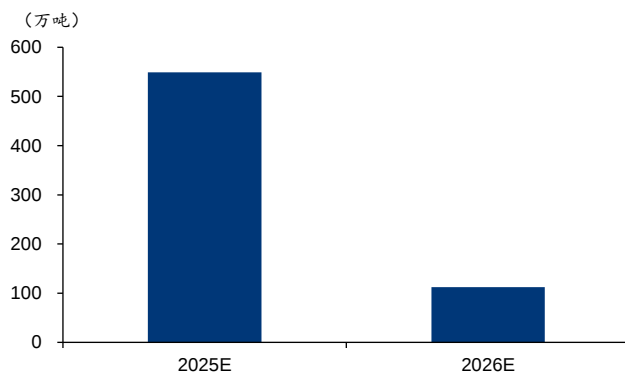
据百川盈孚，24 年国内尿素产能/产量为 7696/6754 万吨，同比+6%/+8%，国内尿素产能较分散。15 年起国内尿素产能过剩，行业开始推进供给侧改革，淘汰落后产能，23 年伴随新产能投放、产能置换及需求端增长等因素，产能与产量均开始增长。25/26 年尿素新增产能为 549/112 万吨，25/26 年总产能为 8245/8357，同比+7%/+1%。2025 年以来中国尿素开工率维持在 85%左右，但盈利仍处低谷。在国家推动高耗能固定床装置清退及新增产能受限下，供给端有望优化，随着国内需求改善及出口修复，国内尿素盈利有望底部回升。

图表54：国内尿素供给情况



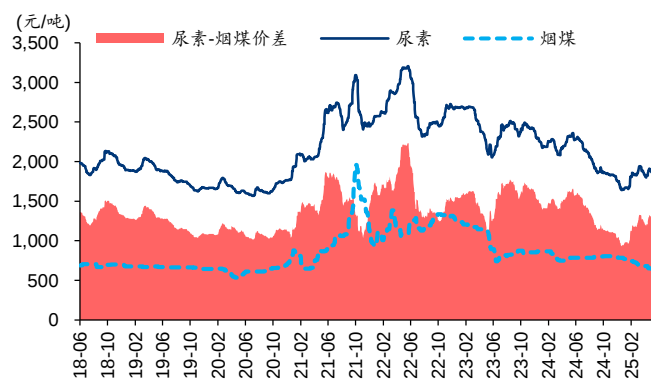
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表55：国内尿素新增产能情况



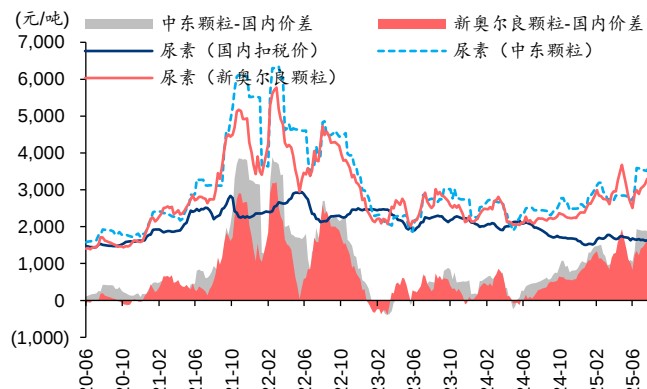
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表56：国内尿素价格价差情况



资料来源：百川盈孚，Wind，华泰研究

图表57：国内外尿素价格价差情况



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%，国内尿素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 年国内尿素消费量同比+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，因而我们预计行业开工率分别为 85%/86%。

图表58：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	7008	7187
	yoy	-1%	3%	9%	8%	4%	3%
开工率		79%	82%	86%	88%	85%	86%
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%
供需缺口		26	33	-15	74	-46	-93

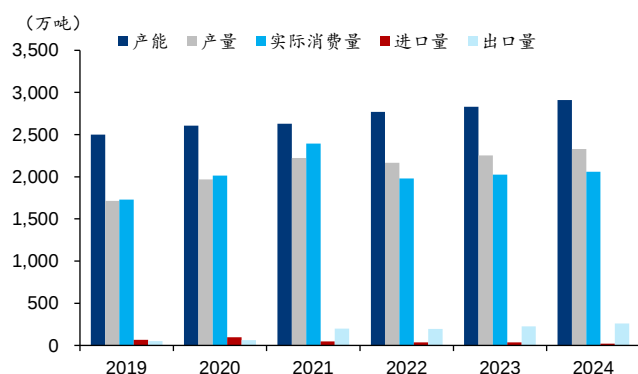
资料来源：百川盈孚，华泰研究预测

氯碱：PVC 静待需求恢复，氧化铝带动烧碱需求侧

PVC：供给端有所优化，出口拉动需求侧

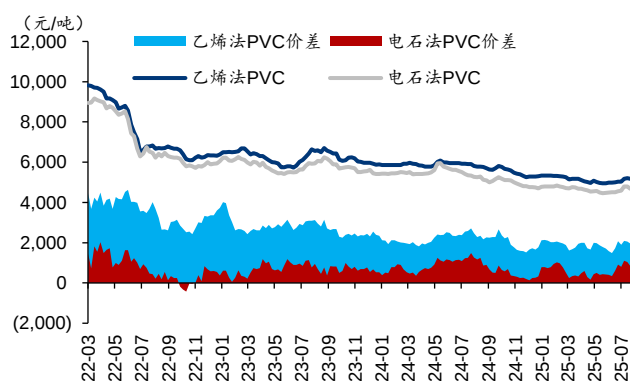
据百川盈孚，24 年国内 PVC 产能/产量/实际消费量/进口量/出口量分别为 2831/2253/2024/36/227 万吨。因地产行业需求不佳，PVC 价格价差持续走低。从供给端来看，2008 年以来，受全球经济危机影响，国内 PVC 产能增速逐渐放缓，国家也出台系列政策，聚氯乙烯行业长期以来的无序化扩张得到遏制，2017 年后国内落后产能基本清退，在反内卷等政策推动下，产业结构有望继续优化。需求方面，出口侧仍有增长，25 年 1-7 月 PVC 出口量达 229 万吨，同比+57%，PVC 下游制品出口亦有所带动。当前 PVC 行业处于底部位置，是“反内卷”的重点领域。

图表59：国内 PVC 供需情况



资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表60：国内 PVC 价格价差情况

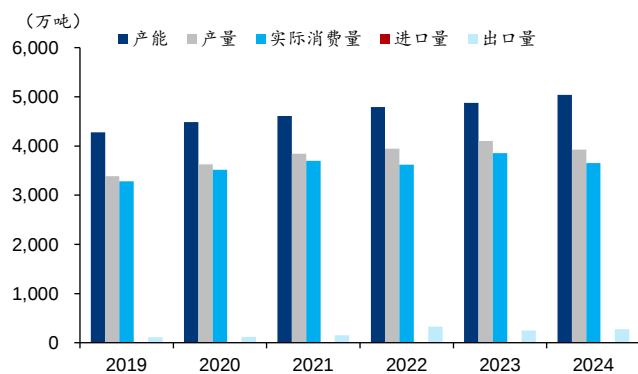


资料来源：百川盈孚，Wind，华泰研究

烧碱：供给受限，盈利良好

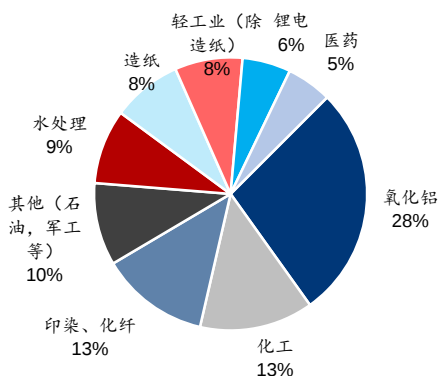
从需求端来看，据百川盈孚，24 年烧碱国内实际消费量为 3655 万吨，氧化铝是烧碱下游最大的消费领域，此外还有石油化工、粘胶纤维、印染、造纸等，均为国民经济的重要部分，下游需求量保持相对刚性。据百川盈孚，氧化铝库存在 24 年 5 月后经历了较大幅度的去库，供应由宽松转入偏紧，推动行业开工持续上涨，进而推涨烧碱需求。受益于海外进口氧化铝数量持续收缩，叠加电力行业、汽车行业等铝材需求端复苏，国内氧化铝行业高景气有望维持，支撑烧碱行业盈利改善。供给方面，24 年国内烧碱产能/产量分别为 5042/3927 万吨，双碳背景下新增产能持续受限，且落后产能将面临出清，目前国内烧碱产能较分散，24 年中泰化学/聊城信源/新疆天业/湖北宜化产能占比分别为 3%/2%/2%/2%。

图表61：国内烧碱供需情况



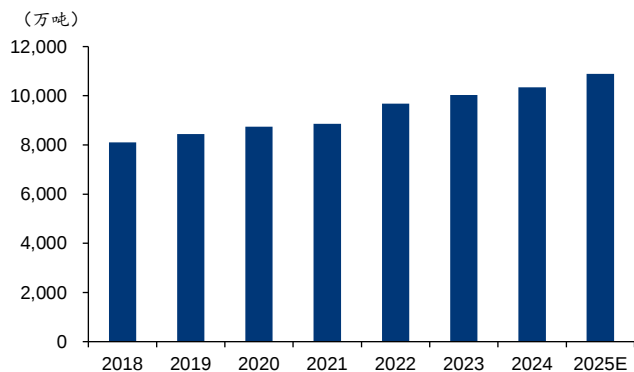
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表62：烧碱下游消费结构（2024）



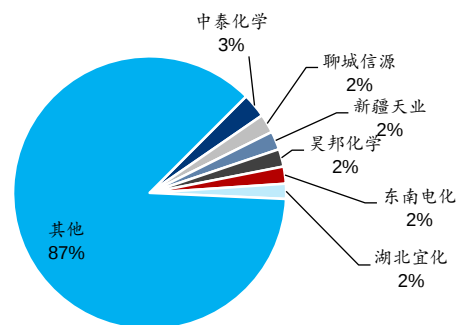
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表63：氧化铝产能持续扩张



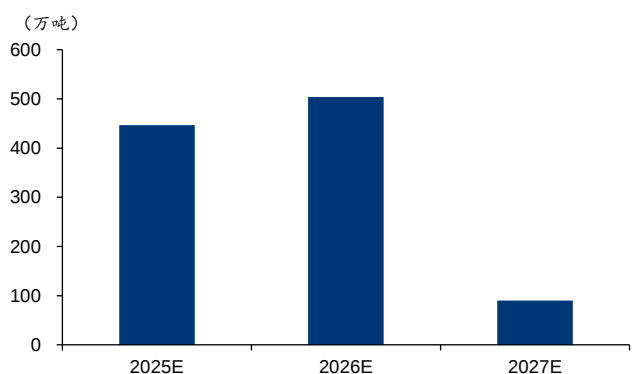
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表64：国内烧碱产能结构（2024年）



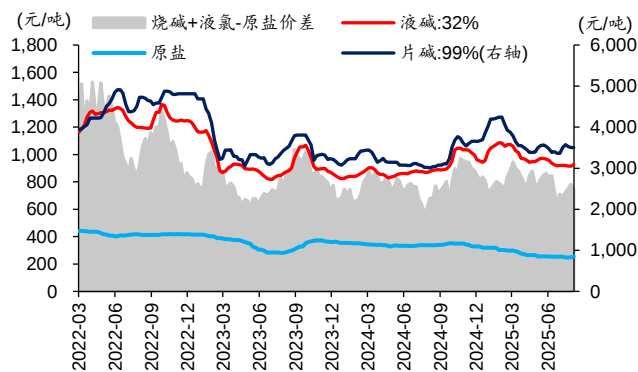
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表65：国内烧碱新增产能



资料来源：SMM，华泰研究

图表66：国内烧碱价格价差情况



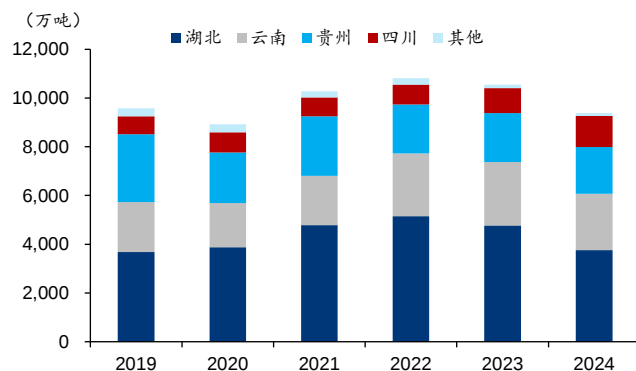
资料来源：百川盈孚，Wind，华泰研究

公司具备区位及成本端优势，拓展上游磷矿石、煤等资源品

磷酸二铵：依托集团上游资源，公司一体化优势有望增强

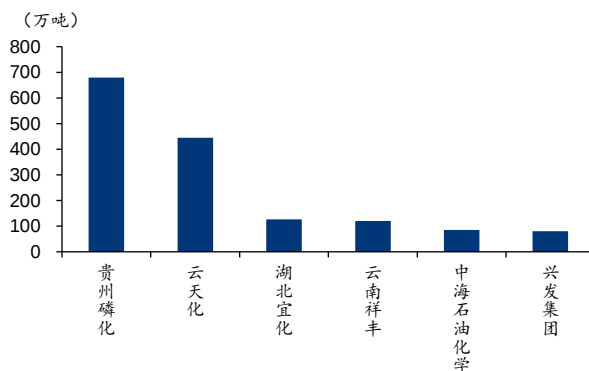
磷酸二铵的制备需经过磷矿石-磷酸-磷酸二铵过程，磷矿石为磷酸二铵重要原料，据 25 年半年报，25H1 公司磷酸二铵产能达 130 万吨，合成氨产能为 46 万吨。中国磷矿集中分布在云南、贵州、四川、湖北、湖南，湖北是目前我国磷矿产量最大的省份，公司能够充分利用当地磷矿资源，以较低成本获得优质磷矿供应。一体化经营方面，公司原煤加工后得到液氨等，液氨、磷矿可生产磷酸二铵、复合肥，磷酸二铵副产氟硅酸用于生产氟化铝。

图表67：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68：国内主要磷酸二铵企业产能对比（2024）



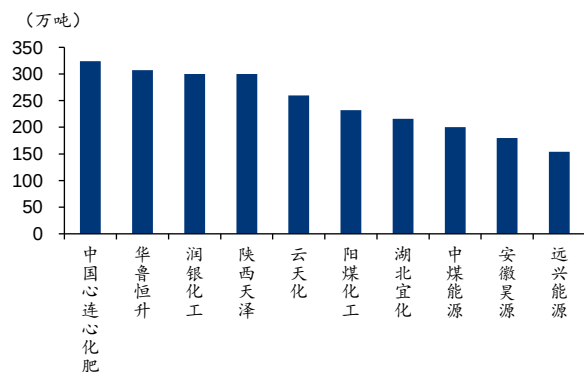
资料来源：公司公告，华泰研究

公司磷矿石目前主要从控股股东宜化集团和参股公司江家墩磷矿采购，部分需外采。宜化集团现有 330 万吨/年的磷矿产能，后续规划 140 万吨产能。公司持有江家墩磷矿 35% 权益，江家墩磷矿现有 30 万吨产能，后续规划产能 150 万吨。依托集团资源助力及未来磷矿产能陆续投放，公司一体化优势有望增强，磷酸二铵成本有望进一步降低。

尿素：公司采用天然气法降低成本，原料具备地理优势

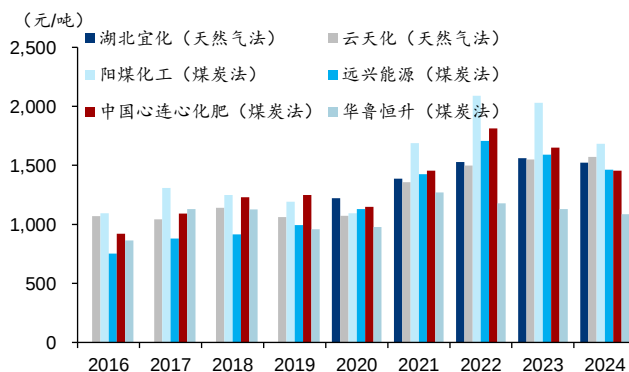
公司“气头”尿素主要由联合化工和天运化工生产，分别位于内蒙、新疆两地，25H1 产能分别为 104、52 万吨，利用当地天然气为原料生产尿素。据金联创，内蒙古、新疆的天然气价格较其他地区相对更低，公司在地区上具备一定的成本优势。据 25 年半年报，25H1 公司尿素产能为 216 万吨，具备一定的产能及规模优势。据百川盈孚，尿素主要通过煤或天然气为原料制备，目前我国煤头尿素产能占比较高，主流工业化煤气化技术包括固定床、流化床和气流床，固定床工艺煤头尿素成本相对天然气法较高。据 Wind，24 年湖北宜化/云天化/阳煤化工/远兴能源/中国心连心化肥尿素单吨成本分别为 1524/1573/1682/1464/1454 元/吨。

图表69：国内主要尿素企业产能对比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表70：国内主要尿素企业单吨成本对比

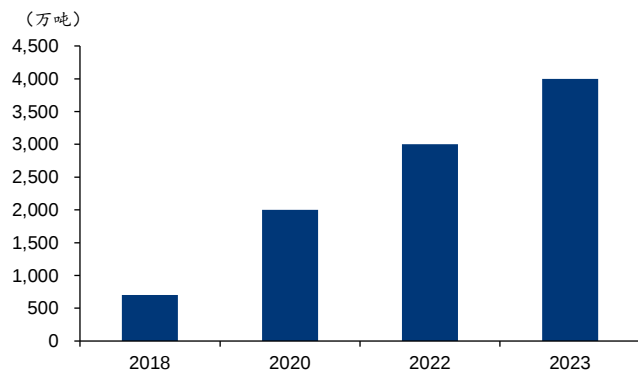


资料来源：公司公告，Wind，华泰研究测算

煤炭：加码上游煤炭资源，煤化工等下游支撑需求侧

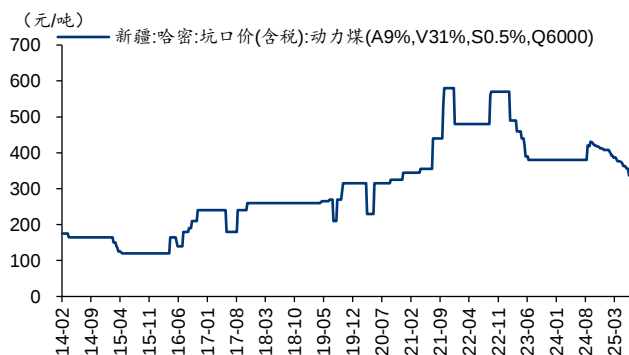
煤炭作为生产燃料和氮肥原料，在化肥成本中占比较高，公司地处北煤南运大通道，利用宜化集团煤矿资源。此外，新疆宜化子公司新疆宜矿主要从事煤炭开采业务，保有资源量为 21.08 亿吨，目前煤炭核定年产能 3000 万吨，规划产能扩至 4000 万吨，大部分用于外销，小部分用于下游煤化工产业，可降低生产成本。在新疆下游煤化工、煤电、疆煤外运等需求侧带动下，疆煤价格经历 22 年以来的周期回落后将有所支撑。

图表71：新疆宜矿煤炭规划产能



资料来源：公司环评书，华泰研究

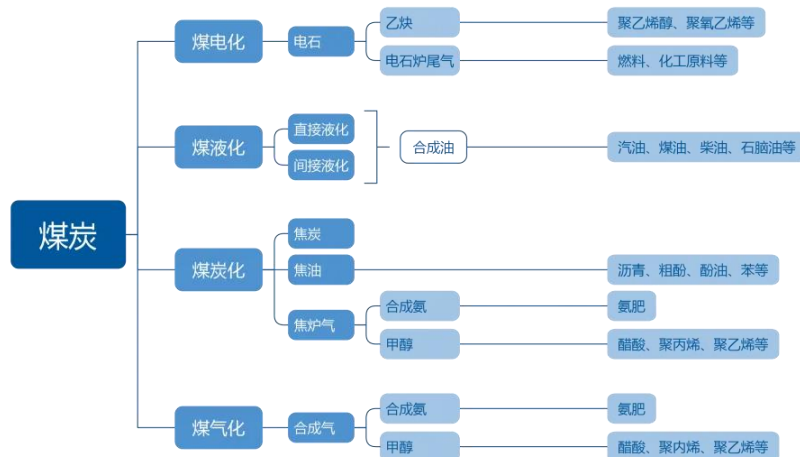
图表72：新疆哈密动力煤价格



资料来源：Wind，华泰研究

据中国石油和化学工业联合会，新疆宜化拟在新疆昌吉州准东经济技术开发区投资建设以煤制甲醇、煤制合成氨为基础，配套三聚氰胺等下游产业为核心的产业集群。项目总投资约 215 亿元，建设内容包括 40 万吨三聚氰胺、10 万吨 BDO、10 万吨 PBAT、60 万吨合成氨、132 万吨尿液等生产装置，未来公司一体化优势有望加强。

图表73：煤化工产业链图



资料来源：新疆东西部经济研究院，华泰研究

首次覆盖湖北宜化，给予“增持”评级

(一) 主要板块销量和价格假设：

1) 尿素：25H1 营收为 17 亿元，同比-17%，主要系尿素价格下降。25 年公司取得新疆宜化控制权后产能由 156 万吨增至 216 万吨，公司产能利用率较高，国内外种植面积提高下需求较好，25 年公司尿素销量预计增长，我们预计 25-26 年国内尿素消费量同比+3%/+3%，25-27 年假设公司板块销量为 200/210/216 万吨，yoy+37%/+5%/+3%；价格方面，据百川盈孚，截至 25 年 8 月底国内尿素 25 年均价为 1803 元/吨，考虑到 25 年新增产能较多，价格中枢或有所下移，假设 25-27 年板块均价分别 1847/1828/1810 元/吨，yoy-3%/-1%/-1%。综上，板块营收分别为 37/38/39 亿元，yoy+33%/+4%/+2%。

2) 磷酸二铵：25H1 营收为 31 亿元，同比+14%，主要系海外磷肥价格上涨。25 年公司通过搬迁及产能置换项目磷酸二铵产能由 126 万吨增至 130 万吨，当前产能利用率 100%左右，国内外种植面积提高下需求较好，25-27 年假设板块销量为 138/138/138 万吨，yoy+0%/+0%/+0%；价格方面，据百川盈孚，截至 25 年 8 月底国内磷酸二铵 25 年均价为 3482 元/吨，25 年出口价格较高下价格中枢或有所上移，未来在国家保供稳价政策下国内价格预计较稳定，假设 25-27 年板块均价分别 3559/3559/3559 元/吨，yoy+1%/0%/0%。综上，板块营收分别为 49/49/49 亿元，yoy+1%/0%/0%。

3) PVC：25H1 营收为 23 亿元，同比-23%，主要系 PVC 价格下降。25 年公司取得新疆宜化控制权后产能由 84 万吨增至 90 万吨，下游出口较好下销量或有所增加，25-27 年假设板块销量为 86/87/88 万吨，yoy+1%/+1%/+1%；价格方面，据百川盈孚，截至 25 年 8 月底国内电石法 PVC 的 25 年均价为 4658 元/吨，考虑供给端较过剩，需求端仍较弱，价格中枢或有所下降，假设 25-27 年板块均价分别 4656/4609/4563 元/吨，yoy-4%/-1%/-1%。综上，板块营收分别为 40/40/40 亿元，yoy-3%/0%/0%。

4) 其他氯碱化工：25H1 营收为 11 亿元，同比+5%，主要系烧碱价格、销量上涨等原因。板块产品主要是烧碱等，25 年公司取得新疆宜化控制权后烧碱产能由 68 万吨增至 94 万吨，烧碱在氧化铝带动下需求较好，假设该板块 25-27 年销量分别为 128/135/142 万吨，同比+5%/+5%/+5%；价格方面，考虑下游氧化铝等需求带动下烧碱价格有所走强，价格中枢预计有所上涨，假设 25-27 年板块均价分别 1292/1331/1371 元/吨，yoy+3%/+3%/+3%。综上，板块营收分别为 17/18/19 亿元，yoy+8%/+8%/+8%。

5) 精细化工产品：25H1 营收为 10 亿元，板块产品主要是季戊四醇、保险粉等，公司新项目产能陆续释放以及下游电子等需求带动，未来板块销量有望增长，假设该板块 25-27 年销量分别为 36/38/40 万吨，25-27 年同比+5%/+6%/+5%；价格方面，考虑下游电子等需求带动下高价值产品占比有望提高，假设 25-27 年板块均价分别 5800/6200/6500 元/吨，yoy+10%/+7%/+5%。综上，板块营收分别为 21/24/26 亿元，yoy+15%/+13%/+10%。

6) 煤炭：25 年公司取得新疆宜化控制权后产能为 3000 万吨，公司产能利用率较高，假设该板块 25-27 年销量分别为 3000/3000/3000 万吨，25-27 年同比+6%/0%/0%；价格方面，25 年以来新疆煤炭价格有所走低，煤化工等需求侧未来仍有望对煤价有所支撑，假设 25-27 年板块均价分别 125/130/140 元/吨，yoy-14%/+4%/+8%。综上，板块营收分别为 38/39/42 亿元，yoy-9%/+4%/+8%。

图表74：公司主要板块销量和均价假设（单位：万吨、元/吨、百万元）

项目	板块	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销量	尿素	148	148	146	200	210	216
	磷酸二铵	130	130	138	138	138	138
	PVC	83	86	85	86	87	88
	其他氯碱化工		93	122	128	135	142
	精细化工产品	31	33	34	36	38	40
	煤炭		2758	2841	3000	3000	3000
	Yoy						
	尿素	0%	0%	-1%	37%	5%	3%
	磷酸二铵	-1%	-1%	7%	0%	0%	0%
	PVC	4%	4%	-1%	1%	1%	1%
	其他氯碱化工			32%	5%	5%	5%
	精细化工产品	-7%		3%	5%	6%	5%
	煤炭			3%	6%	0%	0%
	Yoy						
单价	尿素	2379	2162	1904	1847	1828	1810
	磷酸二铵	4284	3523	3524	3559	3559	3559
	PVC	6669	5240	4850	4656	4609	4563
	其他氯碱化工		1838	1255	1292	1331	1371
	精细化工产品	6206	5119	5294	5800	6200	6500
	煤炭		160	145	125	130	140
	Yoy						
	尿素	12%	-9%	-12%	-3%	-1%	-1%
	磷酸二铵	32%	-18%	0%	1%	0%	0%
	PVC	-14%	-21%	-7%	-4%	-1%	-1%
	其他氯碱化工			-32%	3%	3%	3%
	精细化工产品	7%	-18%	3%	10%	7%	5%
	煤炭			-9%	-14%	4%	8%
	Yoy						
收入	尿素	3522	3191	2773	3686	3831	3907
	磷酸二铵	5591	4566	4879	4928	4928	4928
	PVC	5548	4518	4130	4004	4004	4003
	其他氯碱化工	2004	1708	1534	1659	1794	1941
	精细化工产品	1916	1694	1808	2088	2356	2600
	煤炭		4410	4128	3750	3900	4200
	Yoy						
	尿素	11%	-9%	-13%	33%	4%	2%
	磷酸二铵	31%	-18%	7%	1%	0%	0%
	PVC	-11%	-19%	-9%	-3%	0%	0%
	其他氯碱化工	84%	-15%	-10%	8%	8%	8%
	精细化工产品	-1%	-12%	7%	15%	13%	10%
	煤炭			-6%	-9%	4%	8%
	Yoy						

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) 尿素：25H1 毛利率为 13%，同比-17pct，主要系价格下跌。出口有所受限叠加新增产能较多，25 年毛利率下滑较大，26 年及之后供给端投产进度放缓下毛利率有望改善，由此假设 25-27 年毛利率分别 13%/15%/17%，同比-7/+2/+2pct。

2) 磷酸二铵：25H1 毛利率为 18%，同比-1pct。未来公司磷矿石产能陆续投放下磷酸二铵成本端有望优化，毛利率有望提高，由此假设 25-27 年毛利率分别为 19%/21%/23%，同比-1/+2/+2pct。

3) PVC：25H1 毛利率为-9%，同比-4pct，主要系价格下跌。行业已处于盈利底部，企业减产及出口需求较好下毛利率 26 年及之后或小幅改善，假设 25-27 年分别为-9%/-8%/-7%，同比-1/+1/+1pct。

4) 其他氯碱产品：25H1 毛利率为 52%，同比+8pct，主要系烧碱价格上涨。25 年后随着公司产能提高，毛利率有望在规模优势及下游氧化铝等需求带动下有所提高，假设 25-27 年分别为 52%/53%/54%，同比+12/+1/+1pct。

5) 精细化工产品：25H1 毛利率为 24%，同比+13pct，主要系多个产品价格上涨。公司产能陆续投放下高毛利率产品比例有望提高，假设 25-27 年分别为 24%/25%/26%，同比+9/+1/+1pct。

6) 煤炭：25 年受煤价下跌影响毛利率有所承压，26 年及之后在煤化工需求侧拉动下煤炭价格有望止跌，毛利率或有所提高，假设 25-27 年分别为 44%/46%/50%，同比-6/+2/+4pct。

图表75： 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	尿素	36%	28%	20%	13%	15%	17%
	磷酸二铵	20%	14%	20%	19%	21%	23%
	PVC	1%	-9%	-9%	-9%	-8%	-7%
	其他氯碱化工	51%	45%	40%	52%	53%	54%
	精细化工产品	15%	4%	15%	24%	25%	26%
	煤炭		56%	50%	44%	46%	50%
	同比 (pct)						
	尿素	1	-8	-8	-7	2	2
	磷酸二铵	-9	-6	6	-1	2	2
	PVC	-17	-10	0	-1	1	1
	其他氯碱化工	24	-6	-4	12	1	1
	精细化工产品	-6	-11	11	9	1	1
	煤炭			-6	-6	2	4
	毛利						
	尿素	1260	887	554	470	578	660
	磷酸二铵	1098	627	971	952	1036	1119
	PVC	82	-395	-363	-378	-339	-298
	其他氯碱化工	1013	760	615	861	944	1047
	精细化工产品	281	64	266	504	589	680
	煤炭		2472	2049	1650	1800	2100
	Yoy						
	尿素	14%	-30%	-38%	-15%	23%	14%
	磷酸二铵	-10%	-43%	55%	-2%	9%	8%
	PVC	-93%	-580%	-8%	4%	-10%	-12%
	其他氯碱化工	247%	-25%	-19%	40%	10%	11%
	精细化工产品	-30%	-77%	317%	90%	17%	15%
	煤炭			-17%	-19%	9%	17%

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、公司管理能力增强，25 年销售、管理、研发费用率有望下降，26-27 年有望保持稳定，假设 25-27 年销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 0.6%/0.6%/0.6%、3.5%/3.5%/3.5% 和 2.9%/2.9%/2.9%。

图表76： 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	20713	17046	16964	22597	23544	24582
	yoy	12%	-18%	-0.5%	33%	4%	4%
毛利率	综合毛利率	19%	13%	14%	20%	22%	24%
	pct	-6	-6	1	6	2	2
期间费用率							
	销售费用率	0.5%	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
	管理费用率	2.2%	2.8%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%
	研发费用率	3.6%	4.3%	4.8%	2.9%	2.9%	2.9%
	财务费用率	1.2%	0.9%	0.8%	2.0%	3.1%	3.1%
归母净利润（百万元）	合计	2164	452	653	1178	1408	1691
	yoy	38%	-79%	44%	81%	20%	20%
EPS（最新摊薄，元）		1.99	0.42	0.60	1.08	1.29	1.55

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 11.8/14.1/16.9 亿元，我们选取化肥行业内的云天化（主要业务是磷肥、磷矿石、尿素等）、兴发集团（主要业务是磷矿石、磷肥、草甘膦等）、川恒股份（主要业务是磷矿石、磷肥等）和川金诺（主要业务是磷酸、磷肥、饲料级磷酸盐等）作为可比公司，参考可比公司 25 年平均 14xPE 的 Wind 一致预期，给予公司 25 年 14xPE 估值，目标价 15.12 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 77: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值 (亿元)	25-27 年归母净利润 CAGR	EPS (元)			P/E (x)		
		10 月 21 日	10 月 21 日		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
云天化	600096 CH	28.12	513	5%	3.12	3.27	3.39	9	9	8
兴发集团	600141 CH	26.90	297	19%	1.76	2.10	2.45	15	13	11
川恒股份	002895 CH	28.71	174	22%	2.07	2.42	2.88	14	12	10
川金诺	300505 CH	21.54	59	27%	1.13	1.19	1.31	19	18	16
平均								14	13	11
湖北宜化	000422 CH	13.49	147	37%	1.08	1.29	1.55	12	10	9

注: 可比公司盈利均采用 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 华泰研究预测

风险提示

新项目进度不及预期:

公司正在以及规划建设搬迁项目、升级改造项目以及新能源化学品项目等, 若投产进度不及预期, 将影响公司未来的业绩。

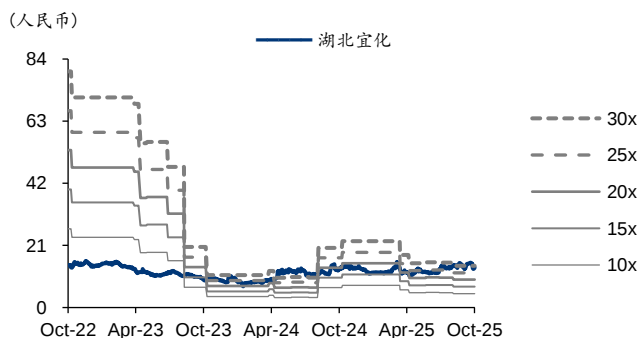
原材料价格大幅波动:

公司的主要原材料为磷矿石、煤炭、硫磺等, 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。

磷肥出口政策限制:

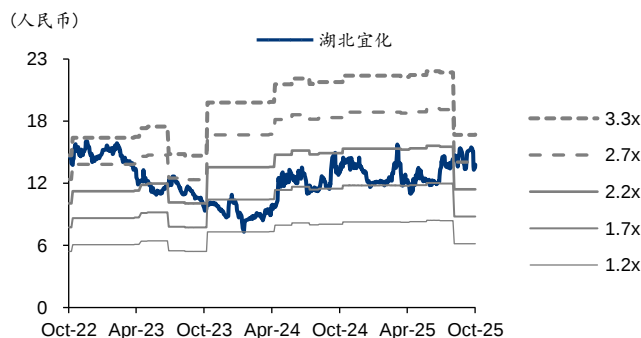
公司的部分利润增长来源于磷肥出口业务, 若国家对磷肥出口的政策有所限制, 将影响公司未来的业绩。

图表 78: 湖北宜化 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表 79: 湖北宜化 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。
- 湖北宜化（000422 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 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

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

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

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