

高股息化肥央企,磷产业驱动利润增长

华泰研究

2025年10月22日 | 中国香港

首次覆盖

农用化工

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

3.06

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

张宸*

SAC No. S0570124080036

联系人

zhangchen024211@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(港币 截至10月21日)	2.37
市值(港币百万)	10,926
6个月平均日成交额(港币百万)	10.34
52周价格范围(港币)	1.71-2.51

股价走势图



资料来源: S&P

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)	11,946	12,353	12,908	13,178
+/-%	(8.03)	3.40	4.49	2.09
归属母公司净利润(百万)	1,071	1,211	1,414	1,536
+/-%	(55.02)	13.06	16.72	8.63
EPS(最新摊薄)	0.23	0.26	0.31	0.33
ROE(%)	5.84	6.46	7.26	7.57
PE(倍)	10.20	9.02	7.73	7.11
PB(倍)	0.59	0.57	0.55	0.53
EV EBITDA(倍)	1.28	0.85	0.70	0.17
股息率(%)	5.58	6.07	7.08	7.69

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

首次覆盖中海石油化学给予“买入”评级, 予以公司 26 年 9xPE, 目标价 HKD 3.06。公司是中海油集团控股的化肥及化工材料公司, 拥有天然气成本优势支撑尿素/甲醇业务盈利较稳定, 公司股息性价比较高, 历史上股利支付率在 40-50%左右, 23/24 年末股息率为 11.5%/6.1%(预计 25 年约 6%)。随着 23 年以来资本开支减速, 公司类现金资产已超过市值, 且公司未来有望受益于国内尿素/甲醇景气回暖带来的盈利弹性。未来增量方面, 公司在建 160 万吨磷矿有望提高磷肥原料自给率, 以及 25 年初以来国际-国内尿素/磷肥价差扩大下, 公司尿素/磷肥出口亦有望带来增量利润。

磷产业有望延续景气, 公司受益于磷矿自给提升和磷肥出口增量

近年来全球磷肥需求保持增长, 叠加磷酸铁锂扩产带动磷矿石需求提升; 供给方面, 海外龙头企业资本开支放缓、国内磷矿超采监管趋严、高品位磷矿减少等因素致 23 年以来磷供给增量有限, 我们预计 25-26 年磷矿石供需缺口约 200-300 万吨/年, 磷价有望维持至少 1-2 年高景气。公司在建 160 万吨磷矿预计于 26H2 投产, 未来公司磷矿自给率提高有望贡献增量业绩。此外, 25 年初以来中国磷肥出口量收紧, 致国内外磷肥价差扩大, 中短期公司业绩或将受益于磷肥出口增量利润。

尿素老产能退出助力供需改善, 公司天然气优势支撑盈利韧性

近年来农肥需求增长带动国内尿素产能、消费量提升, 24 年国内尿素产能/表观消费量 7540/6567 万吨, 同比+4%/+16%, 开工率同比+3pct 至 87%。尿素生产中传统固定床工艺能耗较高, 呈逐步出清态势, 而 24 年固定床产量占比仍有 20%, 高能耗及老旧产能出清趋势下, 我们预计 25-27 年尿素开工率为 94%/94%/93%, 供需有望趋紧。公司气源成本支撑景气低谷期仍保持盈利韧性。此外, 由于印度/南美等地农需较好叠加地缘冲突影响致国内外尿素价差较大, 公司亦受益于尿素出口带来的利润增量。

公司分红潜力较优, 且未来利润有望受益于化工景气回升

公司资产负债质量较好, 截至 25H1 负债率 20%, 净货币性资产接近 100 亿元。在主营业务方面凭借气源优势支撑尿素/甲醇毛利率在 20%以上, 在资本开支低位下, 公司可维持约 10 亿元左右自由现金流, 且我们预计未来有望保持 50%以上股利支付率, 公司稳定且增长的股息率吸引力突出(预计 25-27 年股息率约 6%/7%/7.7%)。25Q3 以来相关政策对化工新增产能约束趋紧, 以及逐步清退老产能, 或将加快大宗化工品供需拐点到来, 公司利润亦受益于化工景气反转带来的向上弹性。

我们与市场观点不同之处

市场担忧磷矿供应偏紧态势或较难持续, 我们认为需求侧磷肥保持刚需以及磷酸铁锂产能增长, 叠加供给侧国内磷矿超采监管趋严、高品位磷矿减少、海外龙头企业控产稳价诉求强等影响下, 磷矿紧缺态势或延续。市场仍有低估公司的高股息价值, 公司资产质量较好, 且主营业务具备稳定的成本优势支撑盈利相对稳定, 且在港股流动性折价下, 公司股息投资性价比突出。

盈利预测与估值

预计公司 25-27 年归母净利润 12.1/14.1/15.4 亿元, 同比+13%/+17%/+9%, 对应 EPS 为 0.26/0.31/0.33 元。参考可比公司 26 年 Wind 一致预期平均 11xPE, 考虑恒生 AH 股溢价指数约 119, 给予公司 26 年 9xPE, 目标价 HKD 3.06 (按港元: 人民币=0.913 计), 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 化肥竞争格局恶化, 在建项目进度较慢, 下游需求增长不及预期。

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	12,990	11,946	12,353	12,908	13,178
销售成本	(10,929)	(10,242)	(10,430)	(10,705)	(10,817)
毛利润	2,061	1,705	1,922	2,203	2,361
销售及分销成本	(114.84)	(91.33)	(98.82)	(103.26)	(105.42)
管理费用	(602.74)	(629.08)	(617.63)	(645.39)	(658.89)
其他收入/支出	144.10	157.11	162.45	169.75	173.30
财务成本净额	323.75	298.32	308.87	325.28	352.49
应占联营公司利润及亏损	4.04	49.00	120.00	132.50	134.00
税前利润	2,664	1,467	1,797	2,082	2,257
税费开支	(289.89)	(316.09)	(387.14)	(448.48)	(486.15)
少数股东损益	(7.58)	79.86	198.69	219.59	234.84
归母净利润	2,382	1,071	1,211	1,414	1,536
折旧和摊销	(627.51)	(666.05)	(628.14)	(645.97)	(663.81)
EBITDA	2,968	1,835	2,116	2,402	2,568
EPS (人民币, 基本)	0.52	0.23	0.26	0.31	0.33

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	974.45	1,125	993.45	1,169	1,030
应收账款和票据	283.84	116.75	436.71	137.78	401.82
现金及现金等价物	10,297	11,680	12,427	12,801	14,304
其他流动资产	4,021	2,435	2,753	3,004	2,878
总流动资产	15,577	15,356	16,610	17,111	18,614
固定资产	7,143	7,177	7,193	7,189	7,167
无形资产	280.67	256.53	245.29	234.05	222.81
其他长期资产	1,317	1,286	1,160	1,544	1,386
总长期资产	8,741	8,720	8,598	8,967	8,776
总资产	24,317	24,076	25,208	26,078	27,391
应付账款	1,779	1,612	1,911	1,701	1,927
短期借款	661.68	462.75	339.54	289.54	259.54
其他负债	703.08	438.07	438.07	438.07	438.07
总流动负债	3,144	2,513	2,689	2,429	2,625
长期债务	1,360	1,656	1,759	1,862	1,915
其他长期债务	406.35	399.72	399.72	399.72	399.72
总长期负债	1,766	2,056	2,159	2,262	2,315
股本	4,610	4,610	4,610	4,610	4,610
储备/其他项目	13,691	13,798	14,453	15,261	16,089
股东权益	18,301	18,408	19,063	19,871	20,699
少数股东权益	1,106	1,099	1,297	1,517	1,752
总权益	19,407	19,507	20,360	21,388	22,451

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	4.59	10.20	9.02	7.73	7.11
PB	0.60	0.59	0.57	0.55	0.53
EV EBITDA	1.32	1.28	0.85	0.70	0.17
股息率 (%)	9.56	5.58	6.07	7.08	7.69
自由现金流收益率 (%)	18.95	11.42	9.97	14.74	15.42

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	2,968	1,835	2,116	2,402	2,568
融资成本	(323.75)	(298.32)	(308.87)	(325.28)	(352.49)
营运资本变动	(66.30)	161.55	(207.66)	40.17	(25.68)
税费	(289.89)	(316.09)	(387.14)	(448.48)	(486.15)
其他	(744.18)	140.47	188.87	(184.70)	470.15
经营活动现金流	1,544	1,523	1,401	1,484	2,174
CAPEX	(755.15)	(604.53)	(593.29)	(593.29)	(593.29)
其他投资活动	64.02	225.53	206.83	(289.29)	254.24
投资活动现金流	(691.13)	(379.00)	(386.46)	(882.58)	(339.05)
债务增加量	(56.91)	97.67	(20.34)	52.87	22.87
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(820.58)	(954.27)	(556.89)	(605.58)	(706.82)
其他融资活动现金流	93.43	(204.42)	308.87	325.28	352.49
融资活动现金流	(784.06)	(1,061)	(268.36)	(227.43)	(331.46)
现金变动	68.44	82.53	746.65	374.11	1,503
年初现金	528.78	597.27	679.93	1,427	1,801
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	597.27	679.93	1,427	1,801	3,304

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(9.03)	(8.03)	3.40	4.49	2.09
毛利润	(18.75)	(17.29)	12.76	14.60	7.18
营业利润	(24.51)	(23.28)	19.87	18.70	9.00
净利润	45.00	(55.02)	13.06	16.72	8.63
EPS	45.00	(55.02)	13.06	16.72	8.63
盈利能力比率 (%)					
毛利率	15.87	14.27	15.56	17.07	17.92
EBITDA	22.85	15.36	17.13	18.61	19.49
净利率	18.33	8.97	9.81	10.95	11.65
ROE	13.59	5.84	6.46	7.26	7.57
ROA	9.96	4.43	4.92	5.51	5.74
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(45.22)	(51.94)	(54.18)	(53.59)	(58.60)
流动比率	4.95	6.11	6.18	7.04	7.09
速动比率	4.64	5.66	5.81	6.56	6.70
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.54	0.49	0.50	0.50	0.49
应收账款周转天数	9.93	6.04	8.06	8.01	7.37
应付账款周转天数	61.83	59.60	60.80	60.74	60.38
存货周转天数	35.65	36.89	36.55	36.37	36.60
现金转换周期	(16.24)	(16.68)	(16.18)	(16.37)	(16.41)
每股指标 (人民币)					
EPS	0.52	0.23	0.26	0.31	0.33
每股净资产	3.97	3.99	4.14	4.31	4.49

正文目录

投资要点	4
磷产业有望延续景气，磷矿自给率提升及磷肥出口增量有望增厚公司利润	4
固定床尿素装置清退或致行业供需趋紧，公司华南区位供应优势较好	4
化工行业扩产约束有望带来公司利润弹性，公司股息吸引力突出	4
我们与市场观点不同之处	4
中海石油化学：尿素行业龙头央企，具备高股息潜力	5
尿素：行业旧产能有望清退，公司华南区位供应优势较好	9
需求端：全球农肥需求持续增长，工业需求稳中有增	9
供应端：高成本装置或加快清退，25-27 年行业供应或趋紧	10
公司优势：华南地区唯一尿素企业，天然气成本优势领先	13
磷肥：磷矿供应偏紧叠加全球农业需求增长，磷产业景气度较好	14
磷矿石：我国战略性资源，中长期供需有望趋紧支撑价格景气度	14
磷铵：全球耕地面积增加支撑刚需，国内外价差助力企业出口利润增长	16
甲醇：公司拥有气源成本优势，就近供应华南地区	20
首次覆盖中海石油化学，给予“买入”评级	22
风险提示	25

投资要点

中海石油化学是中海油集团控股的化肥央企龙头，截至 24 年末拥有 184 万吨尿素、140 万吨甲醇、100 万吨磷肥和复合肥等产品产能，配套磷矿石已有 260+250 万吨名义产能，且在建 160 万吨预计于 26H2 投产。我们认为公司有以下看点：

磷产业有望延续景气，磷矿自给率提升及磷肥出口增量有望增厚公司利润

磷需求方面，南美/印度/非洲的磷肥需求较好，磷酸铁锂扩产亦加剧磷矿流通紧张。磷供给方面，国内超采监管趋严并加快不正规小产能清退，且 30% 以上高品位磷矿大幅减少。而海外磷矿龙头拥有控产保价诉求，23 年来资本开支增速已放缓，我们预计 25-26 年全球磷矿供需缺口在 200-300 万吨/年左右，磷价有望延续 1-2 年高景气。公司拥有 260+250 万吨磷矿名义产能，100 万吨磷复肥产能，在建 160 万吨磷矿预计在 26H2 投产，未来公司磷矿自给率提高有望贡献增量业绩。此外，25 年国内磷铵出口收紧，国内外磷铵价差扩大，包括公司在内的国内磷肥企业受益于磷肥出口配额带来的利润增长。

固定床尿素装置清退或致行业供需趋紧，公司华南区位供应优势较好

近年来尿素供需同步提升，24 年国内尿素产能/表观消费量 7540/6567 万吨，同比+4%/+16%，开工率同比+3pct 至 87%。同时行业内固定床装置逐步出清，24 年固定床产量占比仍有 20%，且 2005 年以前投产的老产能占比 11%（约 800 万吨），高能耗装置淘汰趋势下，我们预计 25-27 年尿素开工率为 94%/94%/93%，行业供需有望趋紧。公司原料采用中海油南海气田的低价富碳天然气，整体生产成本接近国内先进煤制尿素企业，尿素毛利率基本保持 20% 以上，盈利韧性较好。公司是华南地区唯一的大型尿素生产企业，伴随华南地区蔬菜、水果等用肥需求增加，公司的海南基地拥有就近供应优势。

化工行业扩产约束有望带来公司利润弹性，公司股息吸引力突出

25Q3 以来国内政策端已逐步收紧大宗化工扩产审批口径，并提出老旧产能清退要求。尿素/甲醇作为重要的大宗化工品，相关政策落地有望加快化工行业供需拐点到来，公司业务亦受益于景气反转带来的利润弹性。公司资产负债质量较好，截至 25H1 负债率 20%，净货币性资产接近 100 亿元，在主营业务方面凭借天然气成本优势支撑尿素/甲醇毛利率在 20% 以上，且我们认为公司未来有望维持 50% 以上股利支付率，预计 25-27 年公司股息率为 6%/7%/7.7%，高股息吸引力突出。

我们与市场观点不同之处

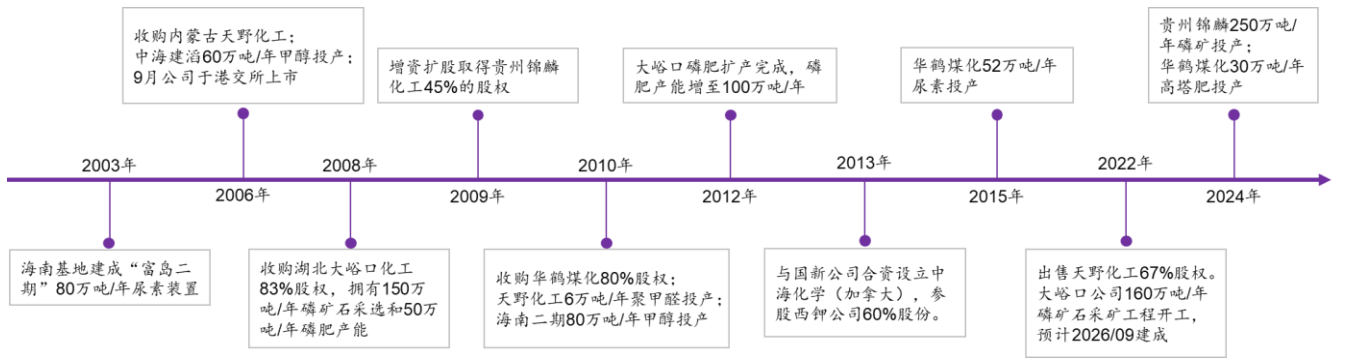
(1) 市场担忧磷供应偏紧态势或较难持续。我们认为需求侧磷肥保持刚需以及磷酸铁锂产能快速增长，叠加供给侧海外企业控产保价诉求有望延续，国内政策端对磷矿超采监管仍严格，高品位磷矿稀缺下，磷矿成本逐步上升，支撑价格下跌空间有限。磷矿紧缺带来的磷产业链景气度有望延续。

(2) 市场仍有低估公司的高股息价值。由于公司重要股东对分红诉求较强，历史高分红有望保持。我们认为公司凭借南海气田的天然气成本优势，主营业务盈利稳定性较好，且受益于磷产业景气有望持续以及公司磷矿自给率提升，公司业绩增量可期。在港股流动性折价下，公司股息投资性价比突出，中长期配置价值较好。

中海石油化学：尿素行业龙头央企，具备高股息潜力

中海石油化学是中海油集团控股的央企，公司通过并购成长为气头化工龙头。公司最早在海南运营气制尿素，此后通过并购不断成长，2003年公司的海南基地拥有132万吨/年天然气制尿素产能；2006年于港交所上市，同年收购内蒙古天野化工（气制尿素/甲醇，面向华北市场）；2008年收购湖北大峪口化工，进入磷肥复合肥领域；2010年收购黑龙江华鹤煤化（煤制尿素，面向东北市场）；2013年合资参股加拿大西部钾肥公司，因建设进度较慢以及公司战略变化，目前公司持股已下降至4%；2015年华鹤煤化52万吨/年尿素投产；2022年天野化工因天然气源长期供应不足，公司出售其67%股权；2024年参股公司贵州锦麟250万吨/年磷矿投产。公司目前的主营业务包括尿素、甲醇、磷肥、复合肥等。

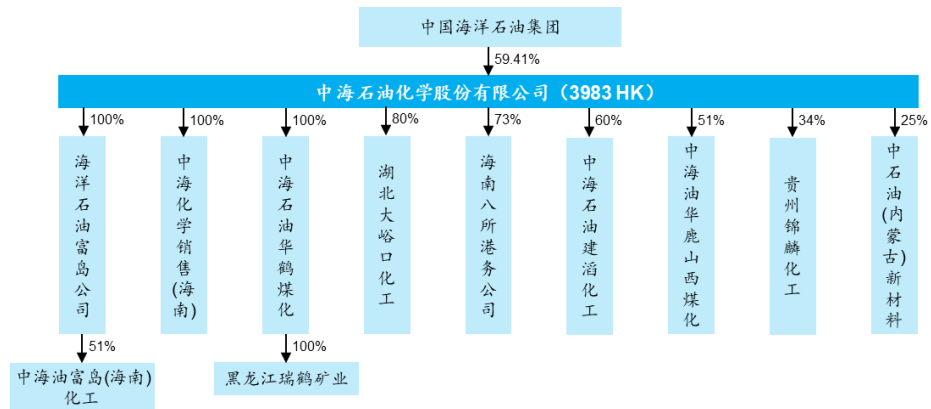
图表1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，华泰研究

公司控股股东为中海油集团。中海油集团持有公司59%股权，下属子公司中，海洋石油富岛公司负责公司最主要的基地运营，海南基地拥有132万吨/年尿素、80万吨/年甲醇等化工装置，持股51%孙公司中海油富岛化工负责丙烯腈系列装置运营。全资子公司华鹤煤化是位于黑龙江鹤岗的煤头尿素企业，拥有52万吨/年尿素产能。持股73%的八所港务负责海南基地的港口运营，持股60%的海油建滔拥有60万吨/年气头甲醇产能，持股25%的中石油内蒙古新材料为此前公司出售“天野化工”大部分股权给中石油后的改名名称。

图表2：公司股权结构（截止2025年9月）



资料来源：公司公告，华泰研究

公司拥有尿素、甲醇磷肥及复合肥、丙烯腈等产能，新建磷矿有望提高公司磷肥原料自给率。尿素业务方面，公司海南基地拥有 132 万吨气头尿素产能，黑龙江基地拥有 52 万吨煤头尿素产能，合计 184 万吨。甲醇业务方面，名义产能为 140 万吨，其中 60 万吨属于海油建滔（公司持股 60%）。磷肥复合肥业务方面，持股 80% 子公司大峪口化工拥有 100 万吨产能，其中磷铵产能 80 万吨，2022 年以来由于自有磷矿供应不足，公司磷铵产量下降，而复合肥产量增加。公司配套部分磷矿，其中湖北王集磷矿产量已下滑较多，24 年贵州锦麟（持股 34%）250 万吨磷矿投产，在建湖北大峪口磷矿 160 万吨预计在 26 年底投产，新建磷矿爬坡和投产将提高公司磷铵原料自给率。丙烯腈业务方面，持股 51% 子公司富岛化工拥有丙烯腈 20 万吨、MMA 7 万吨等产能。

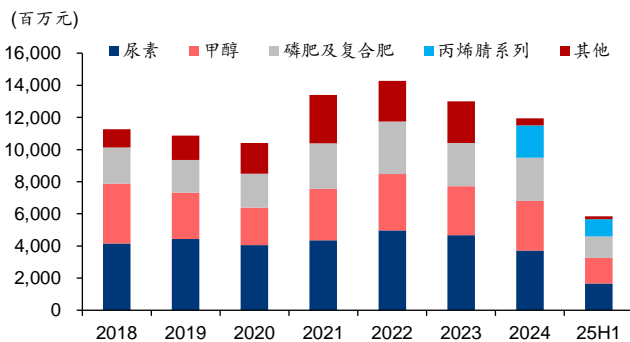
图表3：公司主要产品产能（截止 25H1 末）

重要子公司	持股比例	产品或业务	产能(万吨/年)	备注
海洋石油富岛有限公司	直接持股 100%	尿素	52	富岛一期
		甲醇	80	富岛二期，配套甲醛 3 万吨
		BB 肥	8	海南二期
		甲醇	60	海南一期
中海石油建滔化工	直接持股 60%	甲醇	60	海南一期
中海石油华鹤煤化	直接持股 100%	尿素	52	配套合成氨 30 万吨，目前计划转让旗下瑞鹤矿业(煤产能 60 万吨/年)100%股权
湖北大峪口化工	直接持股 80%	磷矿石	260	已有采矿规模 260 万吨,采矿在建 160 万吨预计 2026/09 建成
		磷复合肥	100	配套硫酸 142 万吨、磷酸 40 万吨、磷酸一铵 15 万吨、磷酸二铵 65 万吨
中海油(海南)富岛化工	间接持股 51%	丙烯腈	20	
		乙腈	0.6	
		MMA	7	
海南八所港务有限责任公司	直接持股 73%	港口经营	年吞吐量 1828 万吨	
贵州锦麟化工	直接持股 34%	磷矿石	250	24 年中投产，24H2 产量 160 万吨

资料来源：公司公告，华泰研究

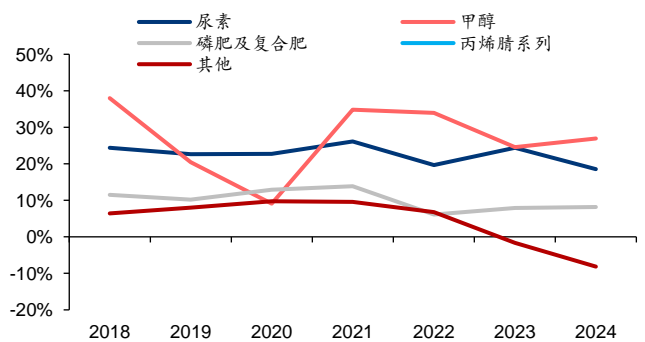
公司拥有天然气成本优势，化肥业务历史盈利较稳定。公司 2021/22 年收入、利润大幅增长原因系甲醇、磷肥等产品价格上涨，23 年因内蒙古气源不稳定导致经常性停产的原因出售天野化工（60 万吨尿素、8 万吨聚甲醛产能）导致营收下滑，24 年公司并表丙烯腈业务，填补了一部分收入规模。尿素业务方面，公司肩负化肥稳价保供的国企责任，销售价格波动较小，而在成本天然气上与母公司中海油签订具备竞争力的长协价格，因此气源成本上具备较好优势，尿素业务毛利率保持在 20-25%。磷肥复合肥业务方面，18-21 年公司该业务毛利率 12% 左右，22 年由于磷矿价格大幅上涨，而公司自有磷矿自给率较低，外购磷矿导致利润收窄，24 年贵州锦麟新磷矿投产后毛利率有所修复。甲醇业务方面，由于价格与国际油气价格相关，受全球宏观影响，20/21 年甲醇价格由底部进入高位，23/24 年呈波动下降趋势，公司凭借天然气成本优势，23/24 年甲醇毛利率仍有 25% 以上。

图表4：公司分业务营收情况



资料来源：公司定期报告，华泰研究

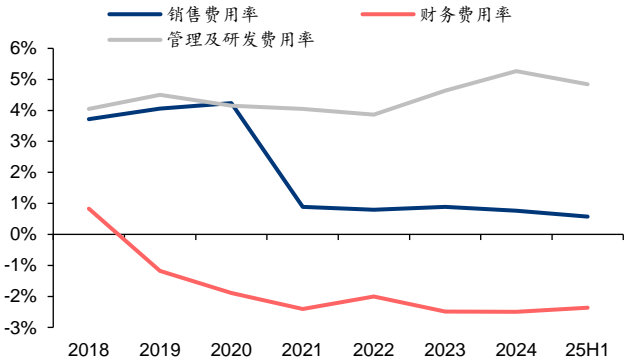
图表5：公司分业务毛利率



资料来源：公司定期报告，华泰研究

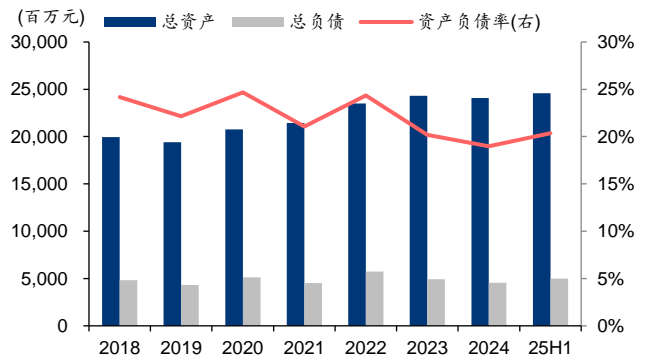
公司期间费用率相对稳定，资产负债质量优。公司现金资产较充足，每年拥有一定规模的财务收入。2021 年实现销售费用的新会计准则后，公司的销售费用率和管理费用率均保持较好。公司 23 年以来资本开支规模下降，近 2 年负债率维持 20% 较低水平。22 年以来公司净货币性资产长期高于总市值，截至 25H1，公司净货币性资产（主要包括应收款、货币资金、定期存款等扣去货币性负债）接近 100 亿元，仍高于其总市值，我们认为市场对公司价值仍有低估。

图表6：公司期间费用率情况



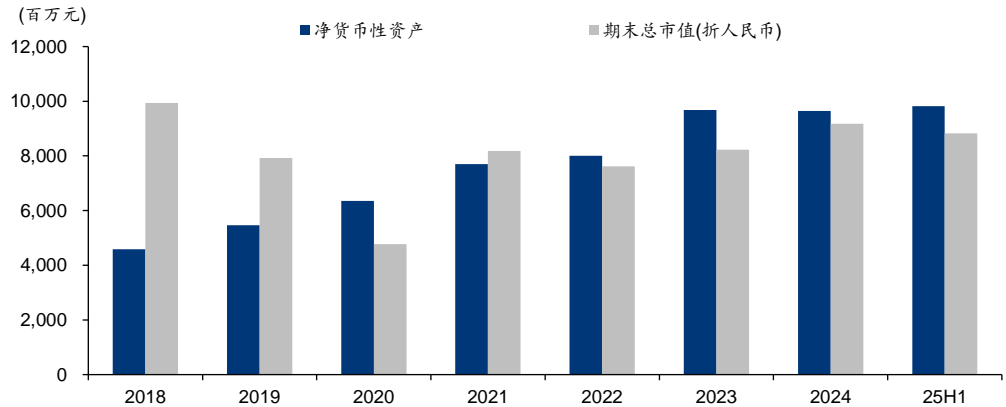
资料来源：公司定期报告，华泰研究

图表7：公司资产负债情况



资料来源：公司定期报告，华泰研究

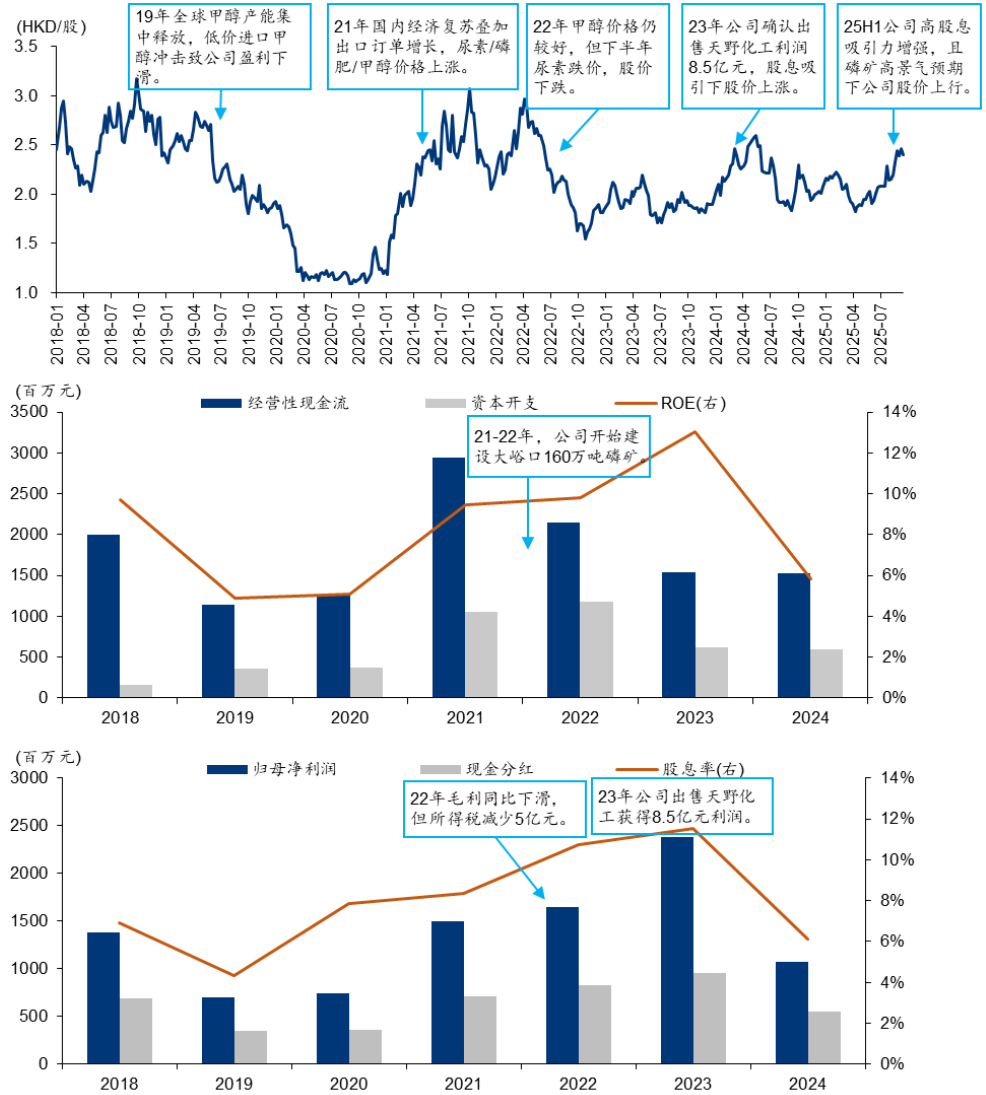
图表8：公司期末净货币性资产与期末总市值



资料来源：Wind，公司定期报告，华泰研究

公司历史股利支付率较高，股息率表现较好。公司主营业务化肥盈利较为稳定，且资本开支规模较小，2018 年以来公司股利支付率基本维持 40% 以上，年末股息率基本在 5% 以上，23/24 年股利支付率为 40%/52%，年末股息率为 11.5%/6.1%。25 上半年宏观环境变化驱动公司作为高股息资产的吸引力增强，叠加磷产业链高景气，带动公司股价上行。

图表9：公司股价复盘和历史分红情况



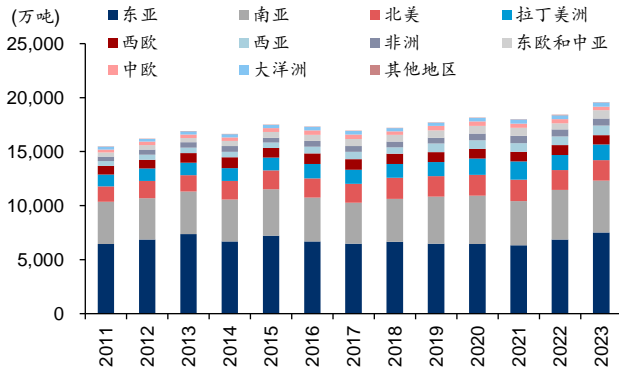
注：股息率按当期末最后一个交易日的收盘价计算
资料来源：Wind，华泰研究

尿素：行业旧产能有望清退，公司华南区位优势较好

需求端：全球农肥需求持续增长，工业需求稳中有增

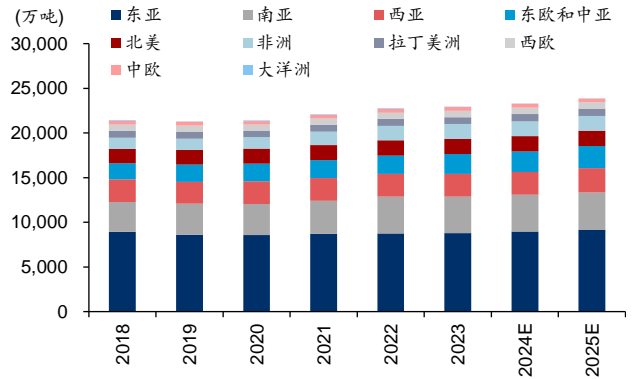
全球农业生产扩张支撑尿素需求稳步增长，东亚、南亚、非洲产量增长较多。据 IFA 统计，23 年全球尿素表观消费量为 1.96 亿吨，同比增长 6%，较 18 年 CAGR 为 2.6%。东亚和南亚作为重要的农业生产地区，尿素消费量和产量占比较高。2008 年以来，全球尿素产能迅速扩张，主要来自东亚、南亚、非洲，原因系天然气、煤炭供应增加以及部分当地政府主张降低尿素的进口依赖度。23 年全球尿素产能为 22928 万吨，25 年或将达到 23881 万吨，较 23 年增长 4%。

图表10：全球尿素表观消费量



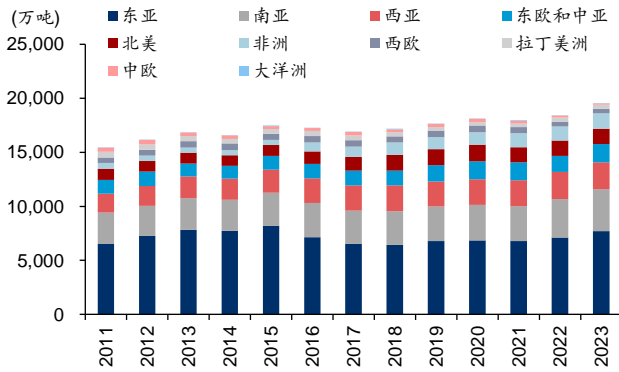
资料来源：IFA，华泰研究

图表11：全球尿素产能



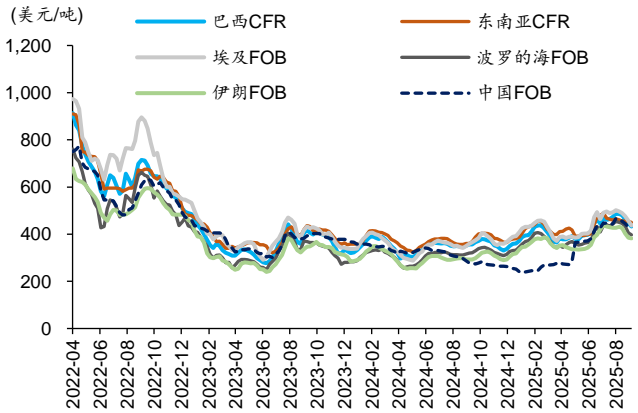
资料来源：IFA，华泰研究

图表12：全球尿素产量



资料来源：IFA，华泰研究

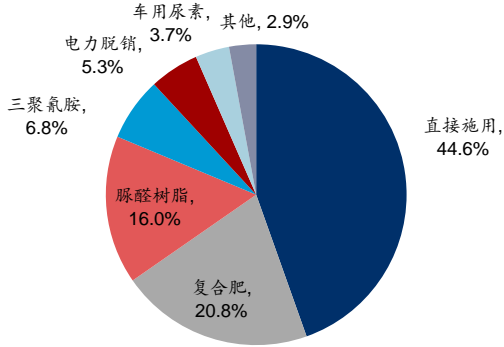
图表13：全球尿素价格变化



资料来源：Bloomberg，隆众资讯，华泰研究

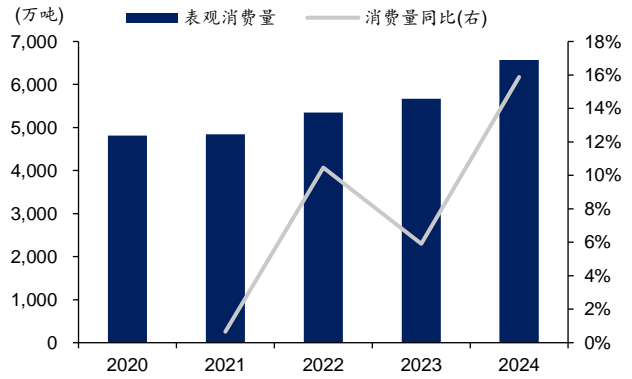
国内尿素农施需求持续增长，工业需求稳中有增，25 年消费量预计延续高增长。据隆众资讯，24 年尿素下游消费结构中，农施需求（直接施用+复合肥）占比 65%，其余大多数为工业需求，包括脲醛树脂、三聚氰胺、电厂脱销等。近年来我国北方降水量增多，农业耕地面积有所增加，且化肥需求量较大的经济作物规模亦有扩张，带动尿素等化肥需求量持续增长。而在工业需求方面，以三聚氰胺为例，国内三聚氰胺产能、产量自 2020 年以来均有增长，24 年三聚氰胺产能/产量为 234/158 万吨，表观消费量约 100 万吨，同比+12%。农施叠加工业需求支撑 24 年尿素表观消费量达 6568 万吨，同比+16%，系近 5 年来增幅最高。据隆众资讯，25 年前三季度尿素消费量同比增长在 8-10%，我们预计全年消费量或将延续高增长。

图表14: 2024年尿素下游消费结构



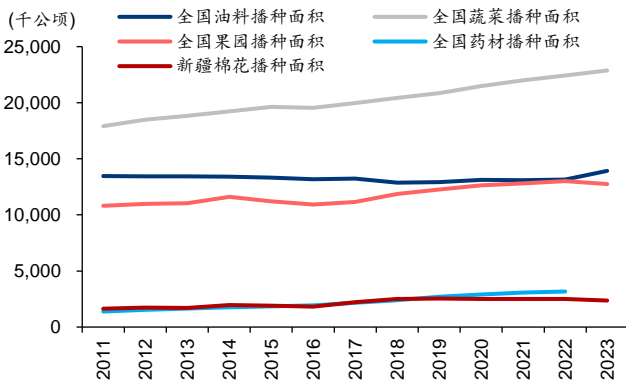
资料来源: 隆众资讯, 华泰研究

图表15: 2020-2024年尿素表观消费量变化



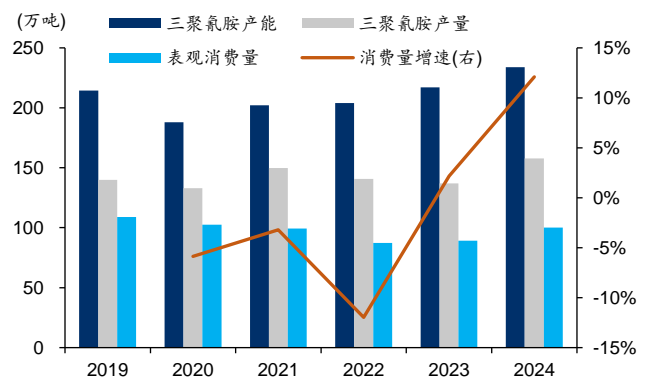
资料来源: 隆众资讯, 海关总署, 华泰研究

图表16: 2011-2023年国内重要经济作物播种面积



资料来源: 国家统计局, 新疆统计局, 华泰研究

图表17: 2019-2024年三聚氰胺供需变化

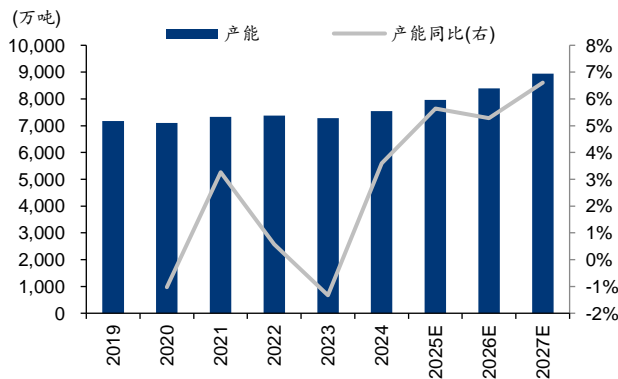


资料来源: 隆众资讯, 华泰研究

供应端: 高成本装置或加快清退, 25-27年行业供应或趋紧

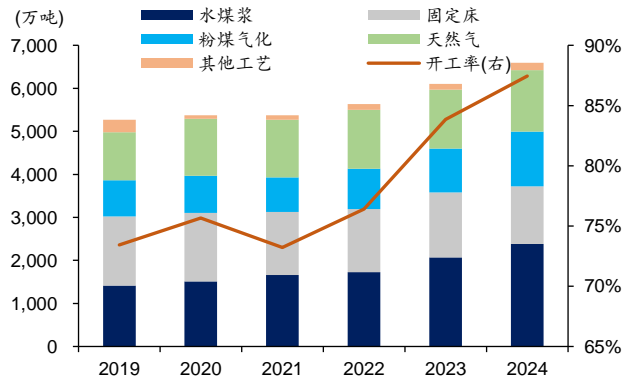
国内新增产能较多, 政策指导下固定床装置进入出清阶段。国内尿素装置在2015-2019年进行供给侧改革, 能耗较高的固定床工艺进入淘汰阶段。在21年后国内亦有多套水煤浆/煤气化装置投产, 目的在于补充旧产能退出后的市场空间。据隆众资讯, 截止24年末, 国内尿素产能为7540万吨, 较23年7278万吨增长3.6%。工信部、发改委等部门自21年来已发布多个淘汰落后尿素装置的相关政策内容。由于23年以来部分省份地方财政问题有所承压, 一些高能耗装置的退出时间延后, 导致24年供应端增长过快。但在环保政策持续落实的节奏下, 落后装置退出趋势仍清晰, 有望于25/26年完成出清。

图表18: 2019-2027E国内尿素产能变化情况



资料来源: 隆众资讯, 华泰研究

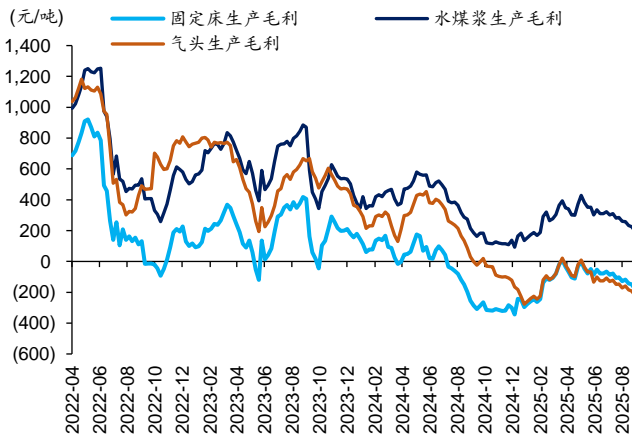
图表19: 国内尿素产量(按工艺)



资料来源: 隆众资讯, 华泰研究

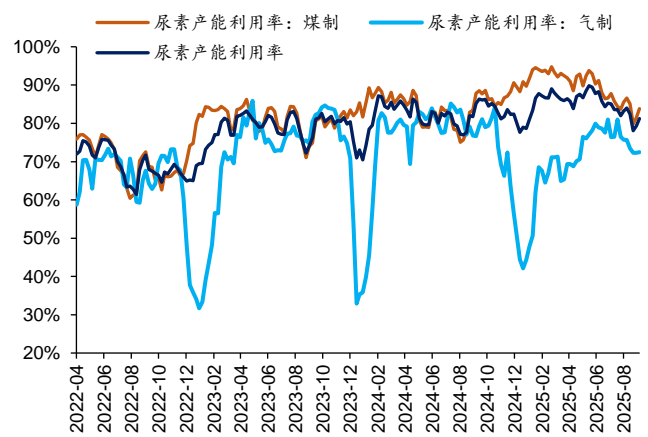
国内固定床、天然气工艺等低成本装置产量仍较高，低盈利或加快产能退出，有望支撑尿素价格企稳向上。尿素生产工艺可分为水煤浆、煤气化、固定床、天然气制等，其中固定床生产成本较高。据隆众资讯，19-20 年国内固定床尿素产量占比约 30%，21-24 年固定床产量占比逐年下降，24 年占比约 20%（固定床产量 1337 万吨），规模仍较大。若固定床装置在 25/26 年大部分退出，则让出的供给缺口或致行业供应偏紧，支撑尿素价格企稳向上。此外，25 年尿素、煤炭价格下跌，煤制尿素成本快速下降，而气制尿素盈利空间收窄，据隆众资讯，25H1 国内气制企业开工率同比下滑较大，现有行业有效产能或进一步减少。

图表20：各尿素工艺的理论毛利水平



资料来源：隆众资讯，华泰研究

图表21：国内煤制/气制尿素开工率走势



资料来源：隆众资讯，华泰研究

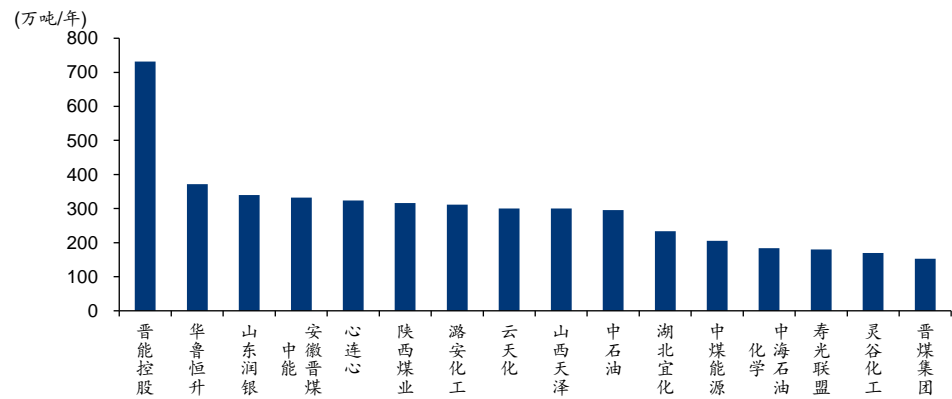
图表22：尿素供给侧改革政策汇总

时间	发布部门	文件	主要内容
2021-12	工信部	《“十四五”工业绿色发展规划》	严控尿素、磷铵、电石、烧碱、黄磷等行业新增产能，新建项目应实施产能等量或减量置换。
2022-03	山东省发改委	《关于“两高”项目管理有关事项的通知》	氮肥行业新项目按照鲁政办字[2021]57 号文件规定的产能替代比例执行
2022-03	工信部、发改委、生态环境部等	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	加强化肥生产要素保障，提高生产集中度和骨干企业产能利用率，确保化肥稳定供应。
2023-06	发改委等	《工业重点领域能效标杆水平和基准水平(2023 年版)》	在规定时限内将能效改造升级到基准水平以上，对于不能按期改造完毕的项目进行淘汰对本次增加的乙二醇，尿素...等 11 个领域，原则上应在 2026 年底前完成技术改造或淘汰退出。
2024-09	工信部	《工业重点行业领域设备更新和技术改造指南》	石化化工行业以炼化、煤化工、氯碱...等领域达到设计使用年限或实际投产运行超过 20 年的主体老旧装置为重点...加快更新改造老旧、低效、高风险设备。

资料来源：政府部门官网，华泰研究

尿素行业格局分散，大型装置门槛高。国内尿素产能集中度较低，据百川盈孚，24 年国内尿素 CR4 在 14-15%，CR8 为 25%左右，原因系我国历史上化肥供应的区域性较强。由于尿素生产需要合成气或天然气，运距较短，企业若无原料配套，也需依赖周边地区供应，因此大型尿素装置门槛较高，大多数分布于煤炭成本较低的山西、陕西、内蒙古、新疆等地。据隆众资讯统计，晋能控股旗下的参控股企业（如湖北三宁、华强化工）合计拥有超过 700 万吨尿素名义产能，居规模首位。中海石油化学拥有 184 万吨尿素产能（132 万吨气制+52 万吨煤制），亦处国内前列。

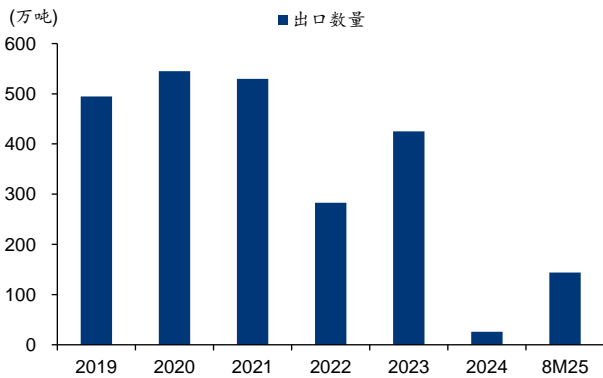
图表23：国内主要尿素生产企业及产能（统计截止 2025 年 8 月）



资料来源：隆众资讯，华泰研究

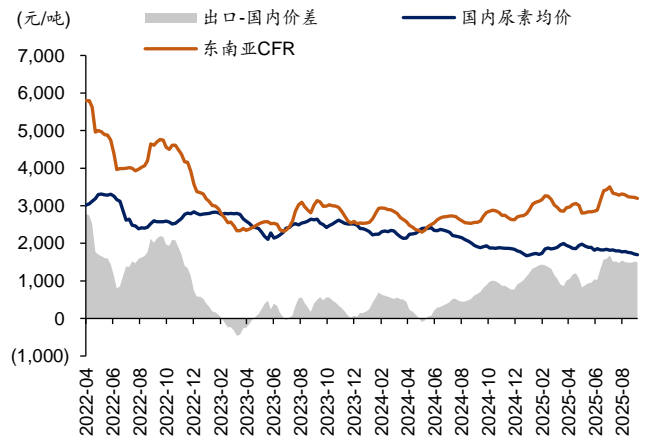
国内尿素价格低位下成本优势企业韧性较强，25 年公司有望受益于出口获得增量利润。为保证国内农肥供应量，2024 年中国尿素出口实施严格法检：即控制出口数量，延长出口检查时间。20-23 年尿素出口量为每年 300-500 万吨，而 24 年尿素出口量仅有 26 万吨，25Q2 开始逐步通过企业配额放开出口。行业供给增长较快叠加出口限制下，国内尿素价格低位运行，由于大型企业具备生产成本优势，配合农肥保供政策下，出货量同比增长，以量补价下盈利韧性较强。25 年尿素出口配额逐步修复，当前国内外尿素价差在 1000-1300 元/吨左右，公司作为尿素头部企业，25 年有望受益于出口而获得增量利润。

图表24：国内尿素年度出口量变化



资料来源：海关总署，华泰研究

图表25：国内尿素均价-东南亚 CFR 价差



资料来源：Bloomberg，隆众资讯，华泰研究

供给侧清退叠加农肥需求增长或支撑 25-27 年尿素供需进入偏紧阶段。参考隆众资讯以及部分在产企业盈利状况，我们预计 25-27 年国内尿素产能净增加 425/421/554 万吨达到 7965/8386/8940 万吨，表观消费量受益于作物播种面积增长而同比增加 8%/6%/5%，出口量预计为 400/400/400 万吨，得到 25-27 年尿素行业开工率 94%/94%/93%。相较于 23/24 年行业开工率 84%/87%，我们认为尿素供需有望进入偏紧阶段。

图表26：2021-2027E 国内尿素供需平衡表

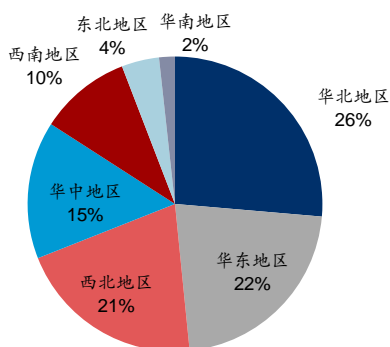
供给端	单位	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
国内总产能	万吨	7334	7376	7278	7540	7965	8386	8940
同比增加	万吨		42	-98	262	425	421	554
开工率	%	73%	76%	84%	87%	94%	94%	93%
国内总产量	万吨	5370	5635	6102	6593	7492	7918	8294
yoy	%		5%	8%	8%	14%	6%	5%
进口	万吨	5	0	0	0	0	0	0
出口	万吨	530	283	425	26	400	400	400
yoy	%		-47%	50%	-94%	1438%	0%	0%
表观消费量	万吨	4845	5352	5677	6567	7092	7518	7894
yoy	%		10%	6%	16%	8%	6%	5%

资料来源：隆众资讯，海关总署，华泰研究预测

公司优势：华南地区唯一尿素企业，天然气成本优势领先

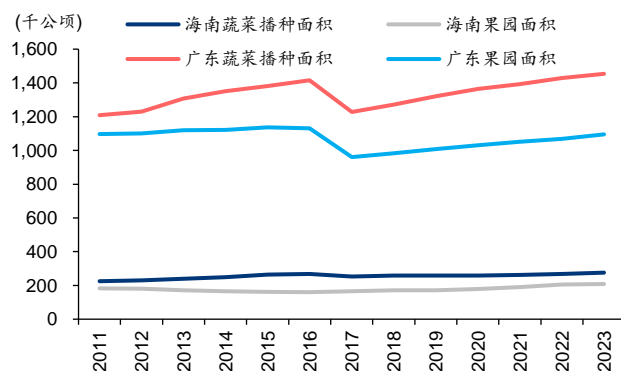
公司是华南地区唯一大型尿素企业，受益于当地用肥需求增长。据隆众资讯统计，公司系华南区域（广东、广西、海南）唯一的大型尿素生产企业，而海南、广东的蔬菜果园面积自2017年以来逐年增长。由于蔬菜、水果的用肥需求较稻谷、小麦、玉米等粮食作物更高，伴随华南地区用肥需求增加，公司海南基地132万吨/年尿素产能有望得到充分释放。

图表27：2024年国内尿素产能分布（按地区）



资料来源：隆众资讯，华泰研究

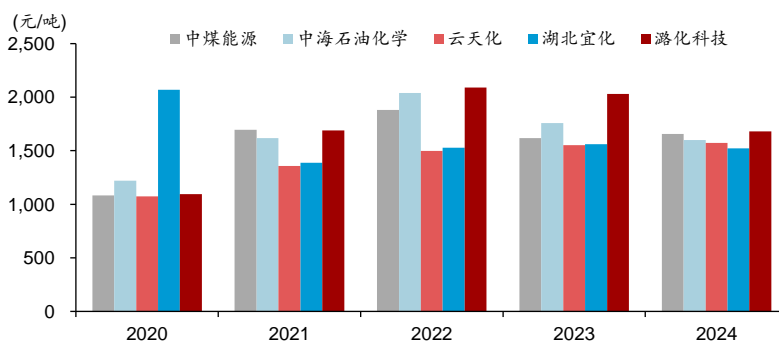
图表28：2011-2023年华南地区蔬菜、果园面积变化



资料来源：国家统计局，华泰研究

公司尿素成本接近国内先进煤制尿素企业。公司从中海油采购低价的富碳天然气，在尿素生产工艺中不需要额外分离二氧化碳，整体生产成本与国内先进煤制企业差距较小。

图表29：国内主要尿素上市公司成本统计

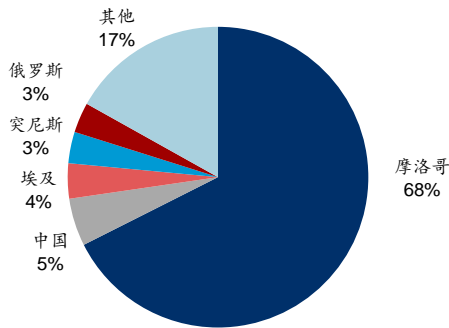


资料来源：各公司年报，华泰研究

磷肥：磷矿供应偏紧叠加全球农业需求增长，磷产业景气度较好
磷矿石：我国战略性资源，中长期供需有望趋紧支撑价格景气度

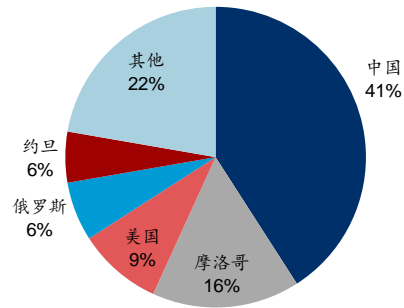
全球磷矿头部企业产能集中，磷矿整体供应或延续偏紧。据 USGS，全球磷矿石储量集中于摩洛哥，23 年储量占比 68%，其余储量较大国家包括中国、埃及、俄罗斯等。在磷矿产量方面，据 USGS 统计，尽管中国储量优势较小，但 23 年中国磷矿产量约 9000 万吨，占比 41%，居全球首位，国内近 2 年来环保政策趋严，叠加新能源、磷肥需求驱动，以及部分磷化工品保供下的出口管制，国内磷矿以自供为主。全球主要磷矿企业包括 OCP（摩洛哥）、Mosaic（美国）、贵州磷化、云天化、Phosagro（俄罗斯），24 年产能为 4800/2100/1500/1400/1200 万吨，头部产能集中，主要企业控产下价格自律性较好，且海外主要企业除 OCP 外，Mosaic、Nutrien 等企业资本开支规模在 23-24 年均有所收紧，而摩洛哥 OCP 受制于基础设施建设进度偏慢，磷矿产量增长亦低于行业预期。整体而言，全球磷矿供应未来或延续偏紧。

图表30：2023 年全球磷矿石储量分布



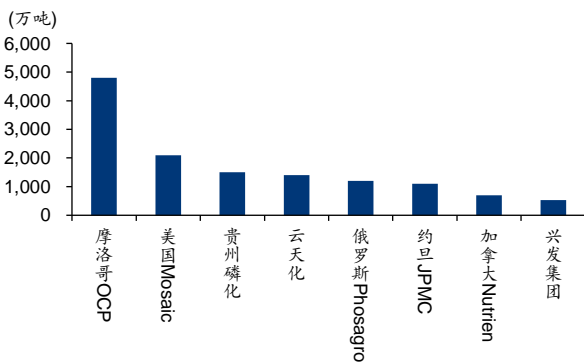
资料来源：USGS，华泰研究

图表31：2023 年全球磷矿石产量分布



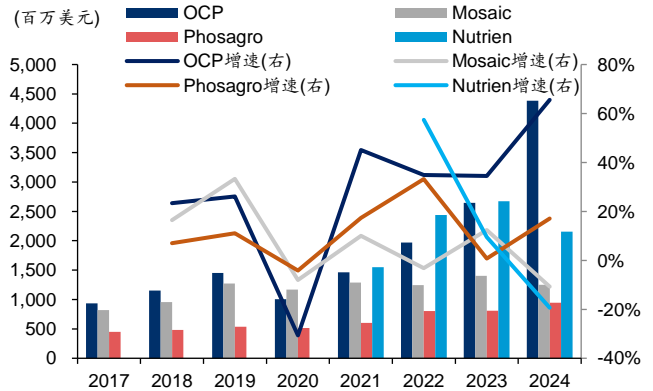
资料来源：USGS，华泰研究

图表32：2024 年全球主要磷矿企业产能



资料来源：CRU，各公司公告，华泰研究

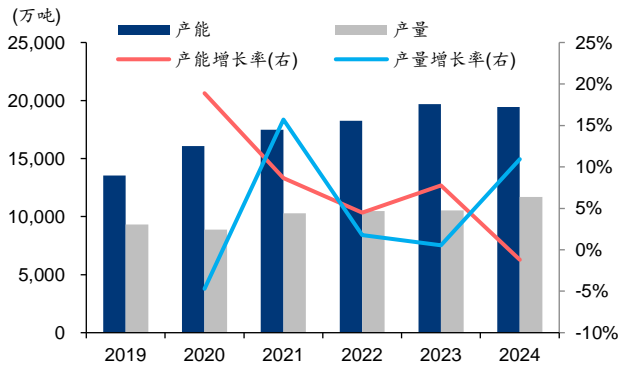
图表33：海外磷矿头部企业资本开支变化



资料来源：各公司公告，华泰研究

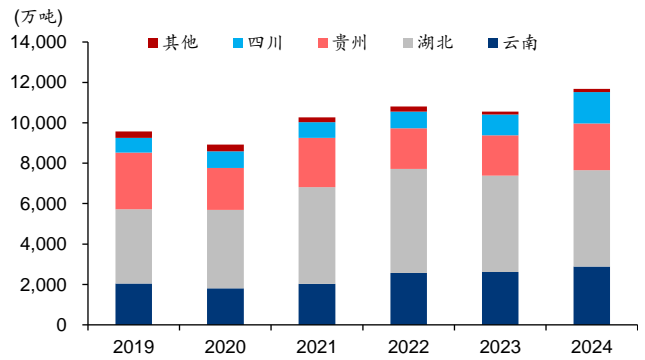
国内磷矿超采监管趋严，小企业持续退出，19 年以来国内产量增长缓慢。据 USGS 统计，23 年中国磷矿储量/产量分别占全球 5%/41%，存在一定程度过度开采。2016 年磷矿被列入我国战略性矿产，国土资源部文件《全国矿产资源规划（2016-2020 年）》指出保持磷矿开采总量不超过 1.5 亿吨/年，并收紧环保政策，致众多小企业停产及退出，产量自 19 年以来增长较慢。据百川盈孚，24 年我国磷矿石产能/产量 1.9/1.2 亿吨，较 19 年 CAGR 为 7.5%/4.6%，产地集中于云南、贵州、四川、湖北等四省。国内磷矿头部企业有贵州磷化、云天化、兴发集团、川发龙蟒等，据中国磷复肥工业协会，部分主产区省份的磷矿开采、跨省运输受限，例如湖北宜昌磷矿产量近 3 年来稳定在 2000 万吨/年，贵州磷矿实施“以渣定产”且出省运输受限，国内在建/规划磷矿的建设进度延后较多，磷矿中短期新增供给或有限。

图表34：2019-2024年中国磷矿石产能产量变化



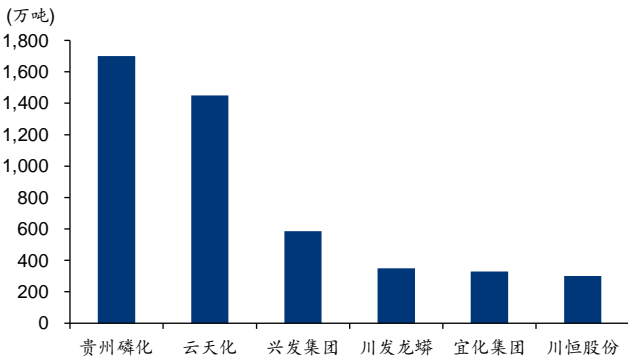
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表35：2019-2024年中国磷矿产量（分省份）



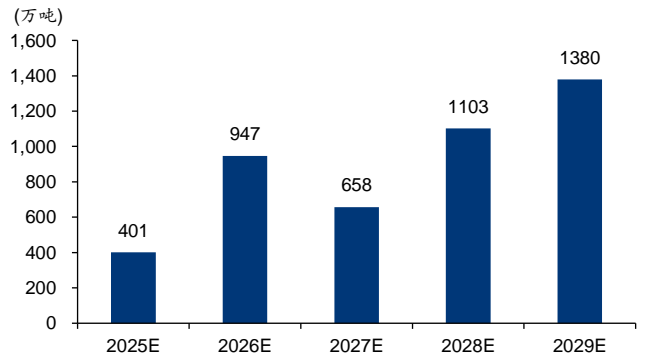
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表36：国内主要磷矿企业产能（截止2025年8月）



资料来源：百川盈孚，各公司公告，华泰研究

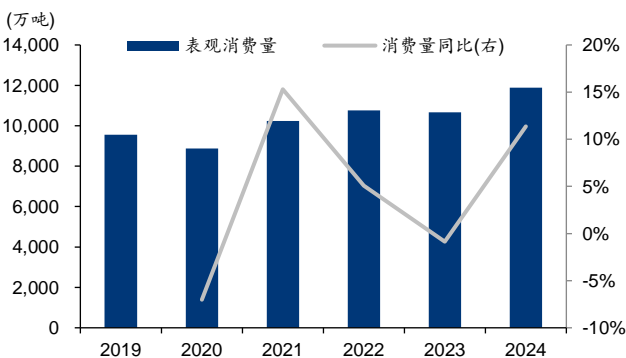
图表37：2025-2029E国内磷矿新增产能规划



注：25-27年已有多个项目延期，未来新产能投放不确定性仍存
资料来源：百川盈孚，各公司公告，华泰研究预测

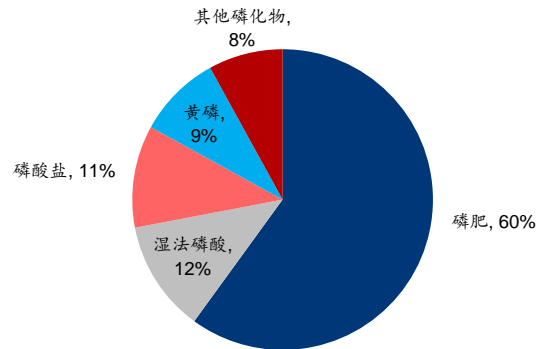
磷肥和磷酸铁锂需求带动磷矿消费量呈增长趋势，供需紧平衡下磷矿价格有望维持1-2年高景气。国内磷矿下游主要用于磷肥（磷酸一铵、磷酸二铵为主），需求量跟随农肥需求逐步增长。21-22年新能源产业爆发带动铁锂电池发展，磷酸铁/磷酸铁锂产能迅速增长，进一步拉动磷矿需求。据百川盈孚，19-24年我国磷矿表观消费量呈增长趋势，24年消费量同比+11%至1.2亿吨。国内超采监管趋紧，海外磷矿开支放缓，叠加下游农肥需求仍旺盛，且新能源需求进一步拉动，磷矿石价格自23年来维持高位。据IFA、USGS和百川盈孚等，25-27年全球磷矿产能预计增加401/947/658万吨，我们预测海外磷矿开工率为79%/79%/80%，全球耕地面积扩张或带来磷肥年需求增长3%，或带来25-27年磷矿供需缺口289/197/57万吨，磷矿价格有望维持1-2年高景气。

图表38：2019-2024年中国磷矿石表观消费量变化



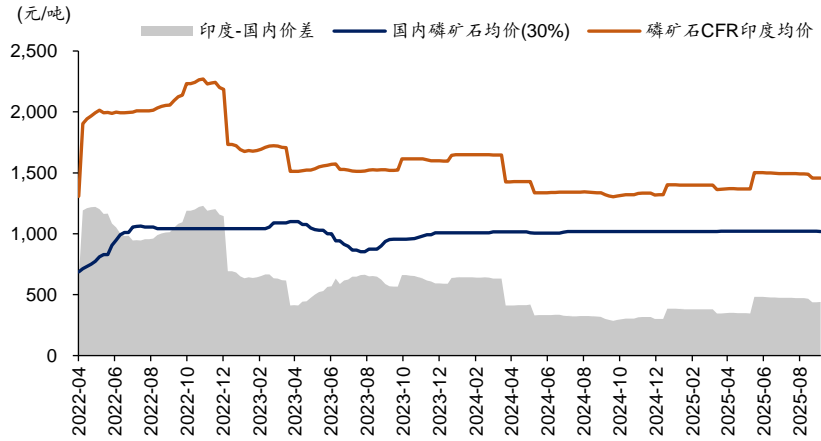
资料来源：百川盈孚，海关总署，华泰研究

图表39：2024年国内磷矿石下游消费结构



资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表40：磷矿石价格走势



资料来源：Bloomberg, 百川盈孚, 华泰研究

图表41：2021-2027E 全球磷矿石供需平衡表

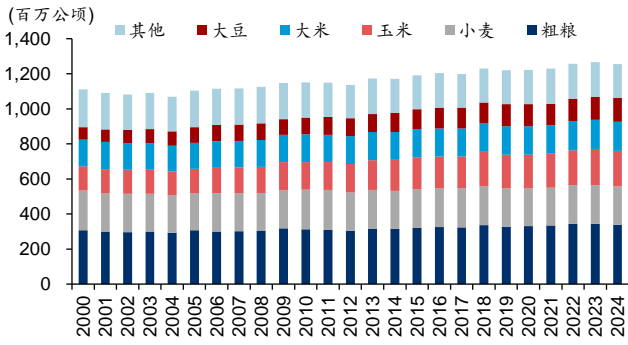
供给端	单位	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
全球产能	万吨	24585	24898	25238	25631	26262	27294	27731
海外产能	万吨	14002	14082	14192	13715	13945	14030	13810
国内产能	万吨	10583	10816	11046	11916	12317	13264	13922
全球产量	万吨	20440	20296	21636	22789	22911	23582	24336
海外产量	万吨	10150	9822	11106	11109	11016	11084	11186
国内产量	万吨	10290	10475	10531	11680	11895	12498	13150
全球开工率	%	83%	82%	86%	89%	87%	86%	88%
海外开工率	%	72%	70%	78%	79%	79%	79%	80%
国内开工率	%	97%	97%	95%	98%	97%	94%	94%
表观消费量(折磷矿石) 万吨		20440	20296	21636	22524	23200	23779	24255
供需缺口	万吨	0	0	0	-9	-289	-197	-57
表观消费量(折 P2O5) 万吨		6294	6293	6685	6952	7161	7339	7486
yoy		-1%	0%	6%	4%	3%	2%	2%
磷肥	万吨	3405	3227	3354	3454	3558	3665	3738
yoy		0%	-5%	4%	3%	3%	3%	2%
其他	万吨	2890	3066	3331	3498	3603	3675	3748
yoy		-2%	6%	9%	5%	3%	2%	2%

注：假设磷矿石品味为 30%，即磷矿石消费量=3.25 * 折纯 P2O5 消费量。预计 25-27E 全球产能增量为 401/947/658 万吨。
资料来源：IFA, 百川盈孚, USGS, 华泰研究预测

磷铵：全球耕地面积增加支撑刚需，国内外价差助力企业出口利润增长

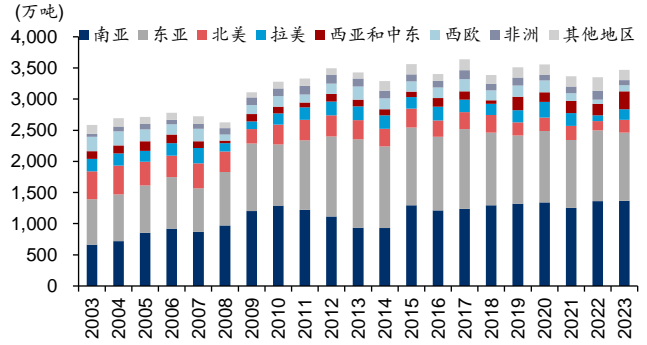
磷酸二铵主要直接施用于农作物基肥，全球需求保持刚性且有增长趋势。二铵下游主要是直接施用作为农作物基肥，据美国农业部统计，伴随全球人口和耕地面积增加，农作物播种面积上升，带动了二铵、尿素等广谱化肥需求量增长。二铵消费量方面，据 IFA，15-23 年全球二铵消费量保持在 3300-3500 万吨/年，需求增长不明显的主要原因系复合肥用量增加，挤占了二铵的使用空间。但是二铵作为农作物重要基肥，我们认为需求量有望保持刚性。

图表42: 全球主要农作物播种面积



资料来源: 美国农业部, 华泰研究

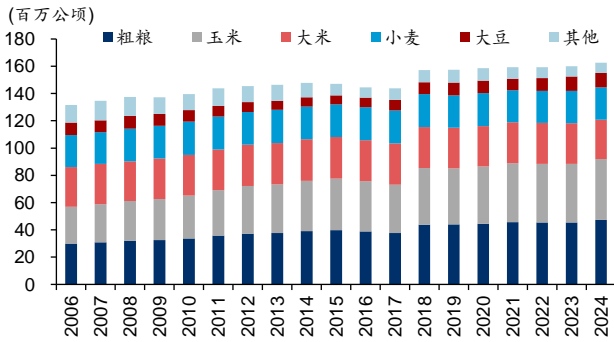
图表43: 全球磷酸二铵表现消费量



资料来源: IFA, 华泰研究

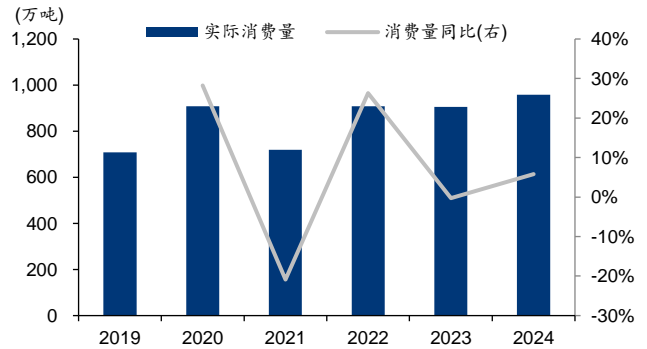
国内玉米、大豆以及经济作物增产较快带动二铵消费量稳定增长。据联合国粮农组织, 我国的玉米、大豆以及经济作物(图表 16:)种植面积自 18-19 年以来增长较快, 24 年我国二铵实际消费量 958 万吨, 较 18 年 CAGR 为 6%。

图表44: 中国主要粮食作物种植面积



资料来源: 联合国粮农组织, 华泰研究

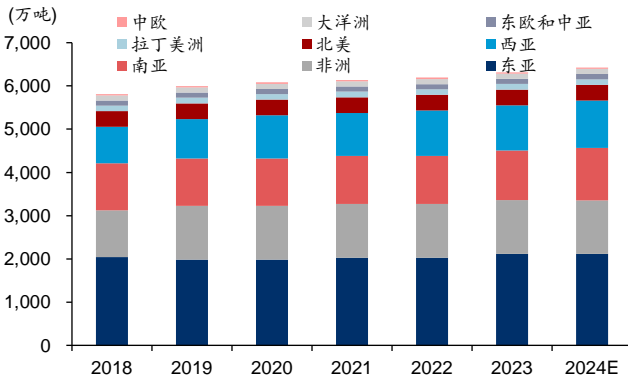
图表45: 2019-2024 年中国磷酸二铵实际消费量



资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

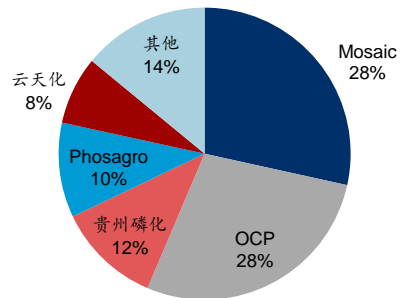
全球磷酸二铵产能主要分布于亚洲和非洲, 头部企业凭借优质自有磷矿, 产能集中度较高。据 IFA 统计, 磷酸二铵产能主要分布于农业产值高、且靠近原料磷矿的区域, 23 年东亚/非洲/南亚/西亚拥有二铵产能 2114/1248/1143/1047 万吨, 合计占比 88%。在全球二铵生产企业中, 头部企业拥有优质磷矿原料优势得以低成本生产磷肥, 24 年全球二铵产能 CR5 为 86%, 包括 Mosaic、OCP、贵州磷化、Phosagro、云天化, 均自有较大的配套磷矿。

图表46: 2018-2024E 全球磷酸二铵产能 (分国家)



资料来源: IFA, 华泰研究

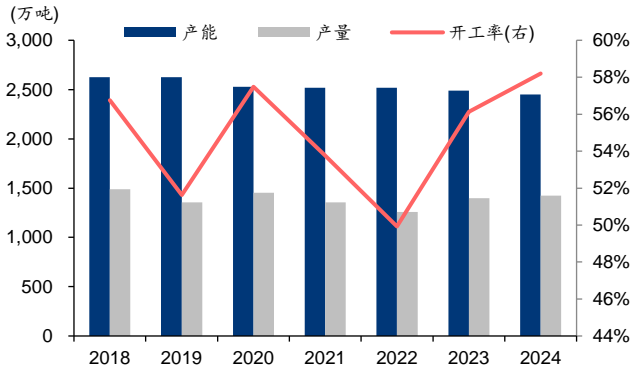
图表47: 2024 年全球磷酸二铵生产企业产能占比



资料来源: 各公司公告, IFA, 华泰研究

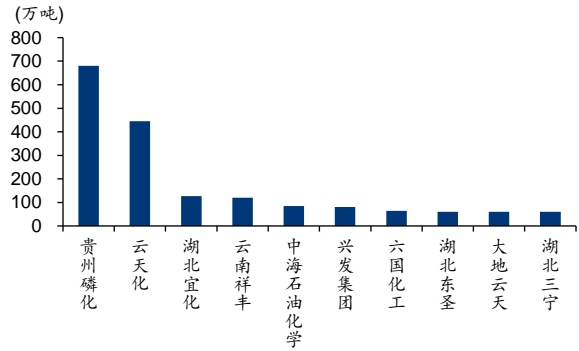
国内政策限制下二铵扩产缓慢，自有磷矿企业的二铵产能较大。据百川盈孚统计，18-24年国内二铵产能经历了去化阶段，主要原因系政策限制以及磷矿逐渐偏紧导致小企业原料紧缺，而由于政策和磷矿紧张局面或仍持续，25-27年国内二铵暂无新增产能。包括中海石油化学在内的国内大型二铵生产企业中，大多数拥有上游配套磷矿。

图表48：2018-2024年中国磷酸二铵产能利用率变化



资料来源：百川盈孚，华泰研究

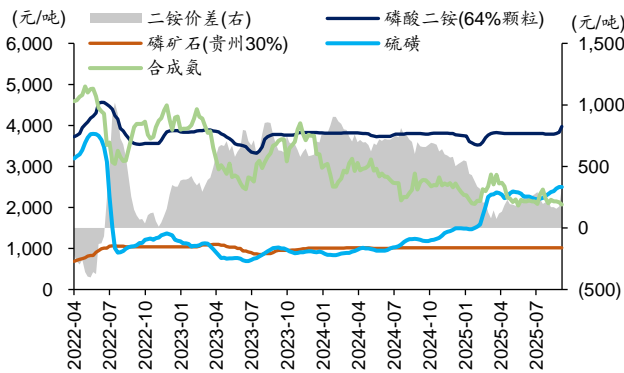
图表49：2024年中国磷酸二铵主要企业产能



注：部分企业产能口径包含二铵和一铵
资料来源：各公司公告，百川盈孚，华泰研究

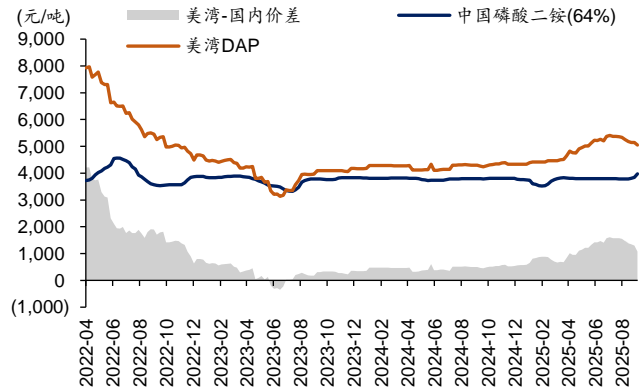
政策稳价下国内二铵价格波动较小，25年国内外价差扩大助力磷肥企业出口利润增长。国内二铵价格受政策端调控，自23H2以来波动较小，而由于磷矿石紧缺，叠加24H2以来硫磺涨价，国内二铵利润空间收窄。同时，由于25年中国收紧磷肥出口量，而南美、印度等农肥需求中长期增长，海外二铵价格逐步上行，25年1-8月国内外二铵价差在900-1000元/吨左右。25年6月开始国内有序放开二铵出口，头部磷肥企业有望受益于出口增量利润。

图表50：国内磷酸二铵价格价差变化



资料来源：隆众资讯，百川盈孚，华泰研究

图表51：国内DAP均价-美湾价差



资料来源：Bloomberg，百川盈孚，华泰研究

国内新增产能有限，磷肥企业利润主要受益于自有磷矿和出口价差增大。据百川盈孚统计，国内25-27年二铵新增产能较少，我们预计25-27年国内二铵产能保持2449万吨不变，表观消费量受益于作物播种面积增长而同比增加5%/4%/4%，出口量预计为320/320/320万吨，得到25-27年尿素行业开工率55%/56%/58%。由于国内二铵价格受到政策调控以及磷矿石供应紧张，国内二铵产能利用率较低，磷肥企业利润主要受益于自有磷矿和25年以来出口价差增大。

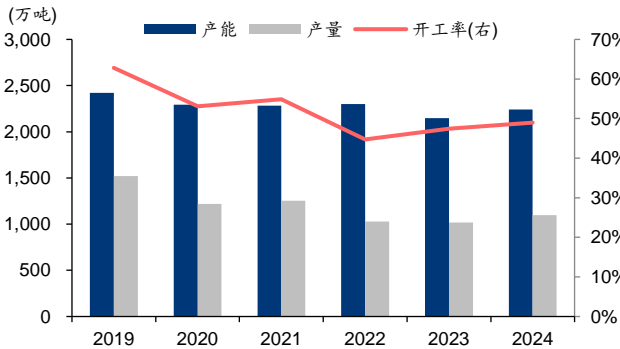
图表52: 2021-2027E 国内磷酸二铵供需平衡表

供给端	单位	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
国内总产能	万吨	2519	2519	2489	2449	2449	2449	2449
同比增加	万吨		0	-30	-40	0	0	0
开工率	%	54%	50%	56%	58%	55%	56%	58%
国内总产量	万吨	1354	1258	1397	1425	1337	1378	1420
yoy	%		-7%	11%	2%	-6%	3%	3%
进口	万吨	0	0	0	0	0	0	0
出口	万吨	626	358	504	456	320	320	320
yoy	%		-43%	41%	-10%	-30%	0%	0%
表观消费量(种植需求)	万吨	728	900	893	969	1017	1058	1100
yoy	%		24%	-1%	9%	5%	4%	4%

资料来源:百川盈孚,隆众资讯,海关总署,华泰研究预测

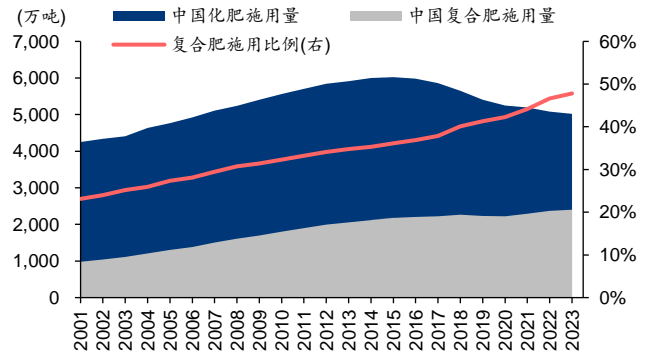
磷酸一铵主要用于复合肥,需求受益于国内复合肥施用比例提升。一铵下游用于复合肥较多,自2015年以来,农业农村部等部门发布政策文件,要求化肥推进“减量增效”,即控制化肥使用量增长,增加单位化肥用量的增产效益。据国家统计局,2015年中国化肥使用量进入增长拐点,而复合肥使用量增加,复合肥施用比例从2015年36%增长至2023年48%。复合肥施用比例增加有望支撑一铵需求保持稳中有增。

图表53: 2018-2024年中国磷酸一铵产能利用率变化



资料来源:百川盈孚,华泰研究

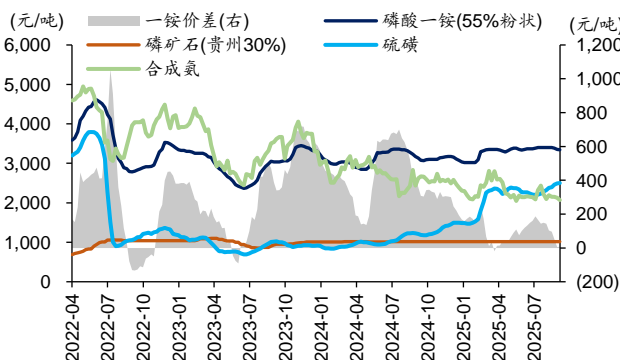
图表54: 中国复合肥施用比例



资料来源:国家统计局,华泰研究

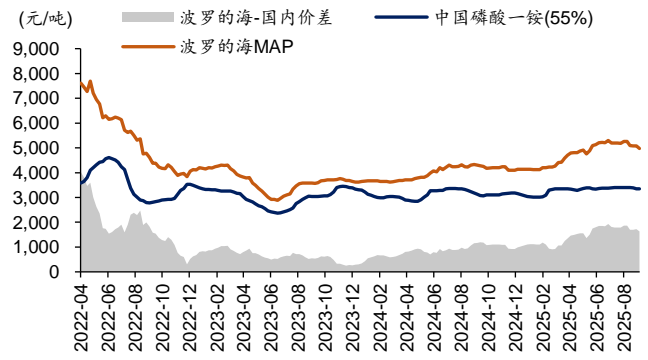
一铵价格方面,亦受磷矿紧缺和硫磺涨价影响导致利润收窄,国内外价差空间较大。由于磷矿石高位和24H2硫磺涨价影响,国内一铵利润收窄。25年1-8月国内外二铵价差在1300-1400元/吨左右。25年6月开始国内有序放开一铵出口,磷肥企业亦有望受益。

图表55: 国内磷酸一铵价格价差变化



资料来源:隆众资讯,百川盈孚,华泰研究

图表56: 国内MAP均价-波罗的海价差

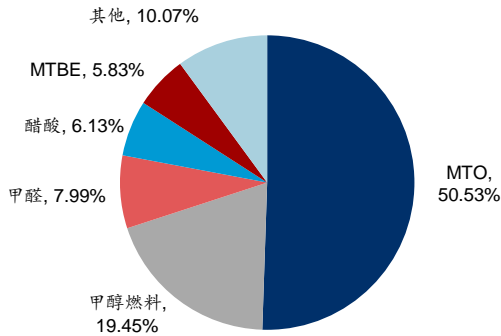


资料来源:Bloomberg,隆众资讯,华泰研究

甲醇：公司拥有气源成本优势，就近供应华南地区

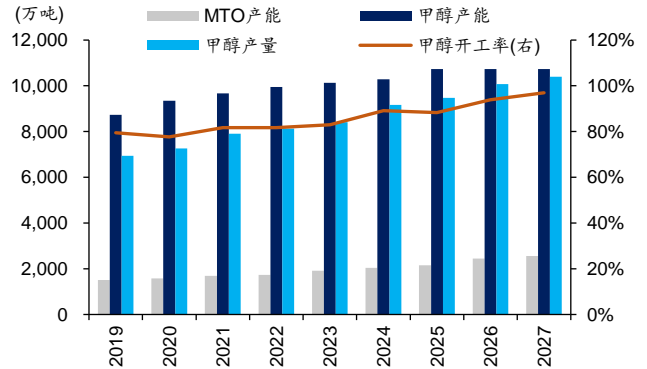
甲醇是化工重要中间体，MTO 是甲醇下游占比最高的部分，MTO 扩产带动甲醇产量增长较明显。据隆众资讯，2024 年甲醇下游消费结构中，MTO 是占比最高的部分，占比 50.5%，其余包括甲醇燃料、甲醛、醋酸、MTBE 等。近年来，烯烃产能扩张较快，MTO 工艺在我国煤炭资源丰富的地区具有一定成本优势，MTO 产能扩张带动甲醇产能和产量增长较明显。据金联创和隆众资讯统计，2019-2024 年我国 MTO/甲醇产能年复合增速为 6%/3%。2021 年以来，我国 MTO 产能已接近 1700 万吨，带动国内甲醇产能利用率超过 80%以上，而在 2024 年我国 MTO 产能超过 2000 万吨，甲醇产能利用率接近 90%。

图表 57：2024 年甲醇下游消费结构



资料来源：隆众资讯，华泰研究

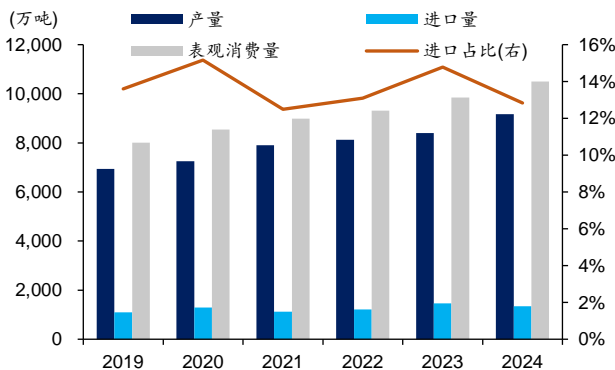
图表 58：我国 MTO 产能及甲醇产能扩张情况



注：2025-2027 年数据为预计值
资料来源：金联创，隆众资讯，华泰研究

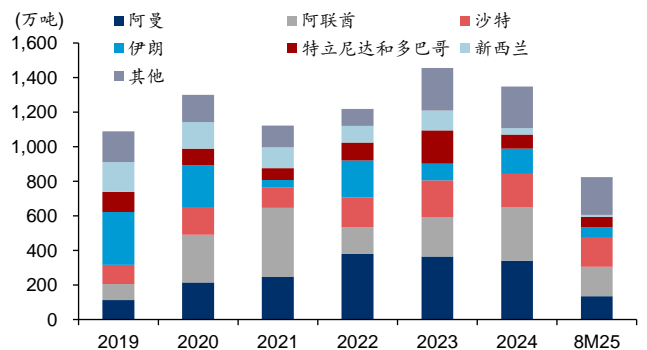
进口甲醇是我国甲醇的重要供应来源之一，伊朗是主要进口来源国。由于国内大多数装置采用煤制甲醇，而海外天然气法制甲醇成本较低，因此进口甲醇是我国甲醇重要的供应来源。据隆众资讯和海关总署统计，2019-2024 年进口甲醇量占每年表观消费量的 13-15%，每年约有 1200-1300 万吨进口甲醇流入市场。其中，伊朗是我国港口甲醇的主要来源，因其拥有天然气成本优势，直接运输或部分通过阿曼、阿联酋等国家转运进入我国。2024 年我国甲醇进口量约为 1348 万吨，阿曼/阿联酋/沙特/伊朗的甲醇进口量为 340/309/194/147 万吨，若粗略估算阿曼、阿联酋进口甲醇大都来自伊朗转运，则伊朗供应量约占我国每年进口的 60%。

图表 59：甲醇表观消费量及进口量



资料来源：隆众资讯，海关总署，华泰研究

图表 60：国内甲醇进口来源国

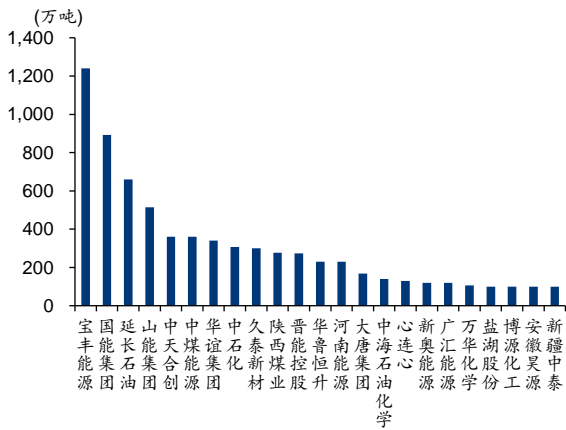


资料来源：海关总署，华泰研究

当前国内甲醇年产能超过 1 亿吨，大型装置多配套下游消纳，近年来 MTO 扩产支撑甲醇供应偏紧。据隆众资讯统计，2024 年国内甲醇生产企业超过 220 家，年产能约为 10440 万吨，其中产能超过 100 万吨的企业有 23 家，包括宝丰能源、国能集团、延长石油、中天合创、中煤能源等。大型甲醇装置多配套下游消纳，例如 MTO、甲醛、醋酸、MTBE 等下游产品。近年来 MTO 产能持续扩张，24H2 以来国内甲醇开工率基本达到 80% 以上。据隆众资讯统计，联泓新材料、中煤、国能、新疆中泰等企业均有 MTO 规划产能。由于进口甲醇主要来自伊朗、阿曼、阿联酋等西亚地区，受地缘冲突扰动，新产能投产进度延后，国内甲醇仍占主要供应地位。MTO 产能扩张或将带动甲醇供应量逐步偏紧。

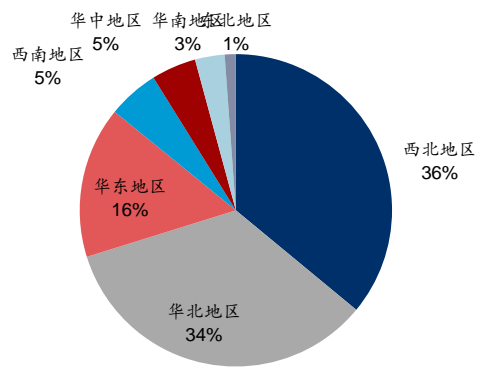
公司拥有气源成本优势，以及华南地区就近供应优势。公司主要气源为中海油在南海的富碳气田，由于公司的甲醇、尿素生产过程不需要完全分离天然气中的二氧化碳，因此公司的气源成本较国内 LNG 市场价拥有优势。同时，公司系华南地区少数的甲醇生产企业，华南地区甲醇产能仅占全国 3%，公司可就近供应广东、广西地区的 MTBE 和甲醇汽油需求，公司甲醇的需求量有望维持较好。

图表61：国内甲醇生产企业及年产能（统计截止 2025 年 8 月）



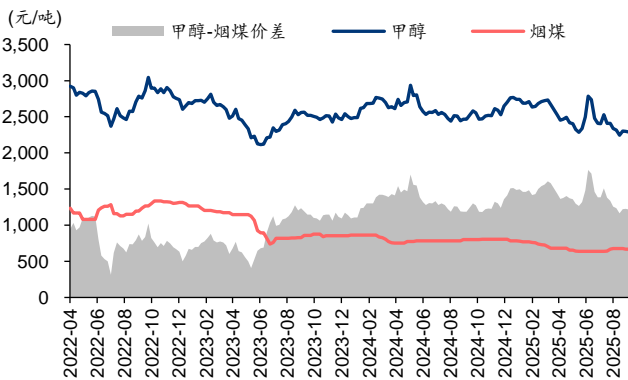
资料来源：隆众资讯，相关公司公告，华泰研究

图表62：国内甲醇产能分布（按区域）



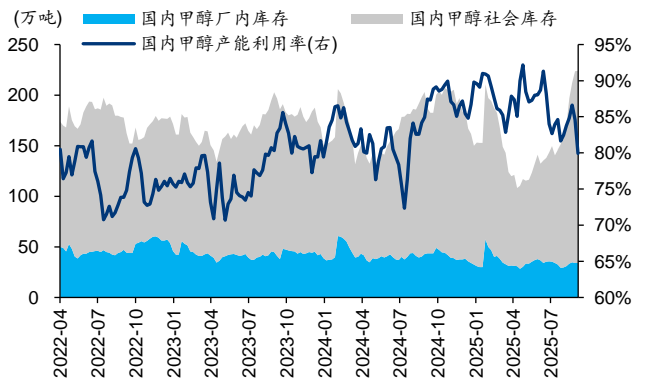
资料来源：隆众资讯，相关公司公告，华泰研究

图表63：甲醇现货价格及价差



资料来源：隆众资讯，金联创，华泰研究

图表64：国内甲醇开工率及库存



资料来源：隆众资讯，华泰研究



首次覆盖中海石油化学，给予“买入”评级

(一) 主营业务量价假设

1) 尿素：24 年我国实施尿素出口限制以来，尿素价格走低。在出口法检政策下国内化肥保供稳价效果较好，25 年 6 月尿素出口已有序放开，且伴随固定床产能陆续出清后尿素价格有望小幅上行。但由于 25 年国内新增产能较多导致价格同比下跌，我们预计 25-27 年尿素价格为 1800/1900/1950 元/吨，同比-8%/+6%/+3%。公司尿素基地附近农肥需求量较好，我们认为开工率仍有望维持高位，预计 25-27 年尿素销量为 205/200/200 万吨，同比+9%/-2%/+0%。公司低价气源有望继续支撑成本优势，毛利率伴随售价上涨而有小幅提升，预计 25-27 年毛利率 16.7%/20.1%/20.8%，同比-1.8/+3.4/+0.7pct。

2) 磷肥及复合肥：23-24 年磷铵和复合肥价格受到调控导致价格下跌，但由于成本端磷矿石、硫磺、钾肥等供应紧张支撑成本，25H1 磷肥/复合肥价格已有上升趋势，我们认为产品价格或底部企稳并有向上空间，预计 25-27 年公司磷肥和复合肥单价 3380/3400/3400 元/吨，同比+1.2%/+0.6%/+0%。公司磷复肥销量亦有望伴随国内经济作物种植面积扩大而提升，预计 25-27 年磷肥和复合肥销量 80/85/90 万吨，同比-0.5%/+6%/+6%。未来公司新开发磷矿产量和品味提升，利好磷肥业务毛利率增长，预计 25-27 年毛利率 7.8%/10.5%/12.9%，同比-0.3/+2.7/+2.4pct。

3) 甲醇：23 年海外天然气及国内煤炭价格降低导致甲醇价格下行，24 年后进口甲醇供应波动加剧，叠加国内多套 MTO/CTO/醋酸装置投产带动甲醇供应偏紧，25H1 甲醇供需持续偏紧，我们预计 25-27 年甲醇单价 2200/2250/2250 元/吨，同比+1.5%/+2.3%/+0%，而周边地区甲醇扩产可能使得公司销量略有下滑，预计公司销量 150/145/145 万吨，同比+5%/-3%/+0%。公司的南海气田原料气协定价格有望维持低价优势，预计 25-27 年毛利率 27.1%/26.9%/27.5%。

4) 丙烯腈系列：华南地区 ABS、腈纶需求量较大，叠加公司新装置持续降本优化，开工率逐步提升，预计 25-27 年丙烯腈均价 8950/8980/8980 元/吨，销量 23/24/24 万吨，毛利率 8%/9%/9%。

图表65：公司主要业务产销、毛利假设

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
尿素					
分部收入 (百万元)	4676.9	3710.2	3690	3800	3900
单价 (元/吨)	2348	1965	1800	1900	1950
yoy	-7.50%	-16.30%	-8.40%	5.56%	2.63%
销量 (万吨)	199.17	188.79	205	200	200
yoy	1.80%	-5.20%	8.59%	-2.44%	0.00%
毛利率	24.40%	18.50%	16.7%	20.1%	20.8%
分部毛利 (百万元)	1141.6	687.9	616.2	763.8	811.2
磷肥和复合肥					
分部收入 (百万元)	2707	2687	2704	2890	3060
单价 (元/吨)	3275	3341	3380	3400	3400
yoy	-7.50%	2.00%	1.17%	0.59%	0.00%
销量 (万吨)	82.65	80.42	80	85	90
yoy	-10.50%	-2.70%	-0.52%	6.25%	5.88%
毛利率	7.90%	8.10%	7.8%	10.5%	12.9%
分部毛利 (百万元)	214.8	218.6	210.9	303.5	394.7
甲醇					
分部收入 (百万元)	3033.4	3090.7	3300	3262.5	3262.5
单价 (元/吨)	2101	2168	2200	2250	2250
yoy	-9.90%	3.20%	1.48%	2.27%	0.00%
销量 (万吨)	144.36	142.59	150	145	145
yoy	-4.20%	-1.20%	5.20%	-3.33%	0.00%
毛利率	24.60%	26.90%	27.1%	26.9%	27.5%
分部毛利 (百万元)	746.2	832.7	894.3	877.6	897.2
丙烯腈					
分部收入 (百万元)		2010.6	2058.5	2155.2	2155.2
单价 (元/吨)		8908	8950	8980	8980
yoy			0.47%	0.34%	0.00%
销量 (万吨)		22.57	23	24	24
yoy			1.91%	4.35%	0.00%
毛利率		0.10%	8.00%	9.00%	9.00%
分部毛利 (百万元)		1.8	164.7	194.0	194.0

资料来源：公司定期报告和经营数据，华泰研究预测

(二) 期间费用率假设

公司历史销售费用率和管理费用率较为稳定，由于公司产品属于大宗商品，丙烯腈业务扩张主要集中于海南省内，我们认为销售费用和管理费用或保持稳定水平。财务费用方面，公司当前资产负债率低，后续资本开支规模小，且现金资产较充足，有望维持历史的财务收入规模。

图表66: 盈利预测简表 (单位: 百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	12989.9	11946.4	12352.5	12907.7	13177.7
yoy	-9.00%	-8.00%	3.40%	4.49%	2.09%
尿素	4676.9	3710.2	3690	3800	3900
磷肥和复合肥	2707	2687	2704	2890	3060
甲醇	3033.4	3090.7	3300	3262.5	3262.5
丙烯腈系列		2010.6	2058.5	2155.2	2155.2
其他	2572.6	447.9	600	800	800
毛利率	15.90%	14.30%	16.30%	17.20%	18.20%
尿素	24.40%	18.50%	16.70%	20.10%	20.80%
磷肥和复合肥	7.90%	8.10%	7.80%	10.50%	12.90%
甲醇	24.60%	26.90%	27.10%	26.90%	27.50%
丙烯腈系列		0.10%	8.00%	9.00%	9.00%
其他	-1.60%	-8.10%	6.00%	8.00%	8.00%
分业务毛利	2061.2	1704.5	1922.1	2202.8	2361.1
尿素	1141.6	687.9	616.2	763.8	811.2
磷肥和复合肥	214.8	218.6	210.9	303.5	394.7
甲醇	746.2	832.7	894.3	877.6	897.2
丙烯腈系列		1.8	164.7	194.0	194.0
其他	-41.4	-36.5	36	64	64
期间费用率	3.00%	3.50%	3.30%	3.30%	3.30%
销售费用率	0.90%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
管理费用率	4.60%	5.30%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用率	-2.50%	-2.50%	-2.50%	-2.50%	-2.67%
归母净利润	2381.7	1071.3	1211.2	1413.6	1535.6
yoy	45.00%	-55.02%	13.06%	16.72%	8.63%
EPS (元/股)	0.52	0.23	0.26	0.31	0.33

资料来源: 公司定期报告和经营数据, 华泰研究预测

我们预计公司 25-27 年归母净利润 12.1/14.1/15.4 亿元, 同比+13%/+17%/+9%, 对应 EPS 为 0.26/0.31/0.33 元。我们选取拥有尿素、磷肥、甲醇等相同主营业务的华鲁恒升、湖北宜化、云天化作为可比公司。参考可比公司 26 年 Wind 一致预期平均 11xPE, 考虑恒生 AH 股溢价指数约为 119, 给予中海石油化学 26 年 9xPE, 目标价 HKD 3.06 (按港元: 人民币 =0.913 计), 首次覆盖给予“买入”评级。

图表67: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		EPS (元)			P/E (x)			净利润 CAGR
		10月21日	10月21日	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
华鲁恒升	600426 CH	24.13	512	1.75	2.10	2.42	14	11	10	17%
湖北宜化	000422 CH	13.49	147	0.98	1.15	1.27	14	12	11	14%
云天化	600096 CH	28.12	513	3.12	3.27	3.39	9	9	8	4%
平均							12	11	10	12%

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

化肥竞争格局恶化：

尿素、磷肥、复合肥为公司主要业务，当前国内扩产速度较慢，供需基本维持平衡。若化肥行业供给侧扩产较快，可能导致化肥价格下跌较多，对公司业绩产生不利影响。

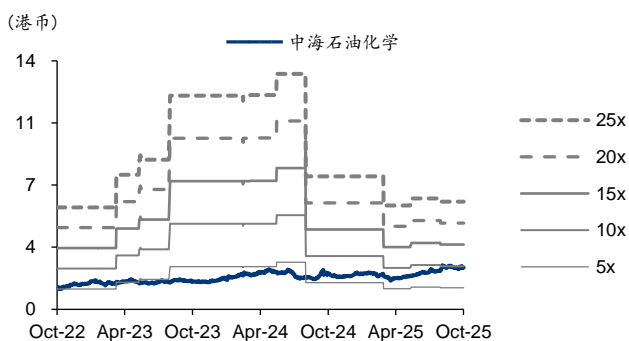
在建项目进度较慢：

公司主要在建项目为湖北大峪口磷矿，预计于 26H2 投产。由于磷化工行业景气度较高，若公司当前磷矿在建进度较慢，可能对公司未来业绩产生不利影响。

下游需求增长不及预期：

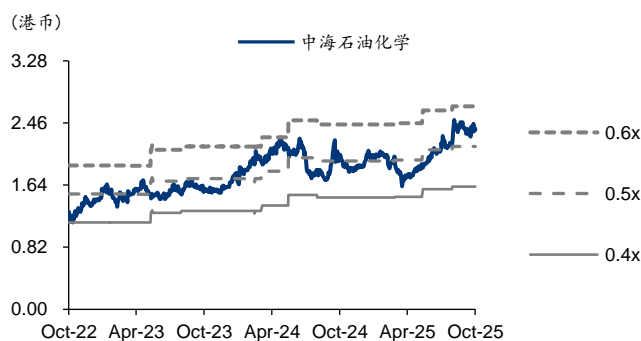
我们认为尿素、磷矿石未来供需趋紧的原因是下游农业用肥需求有望维持中性偏乐观的增速水平。若下游需求增速不及预期，可能导致尿素价格长期处于底部，或磷矿石价格提前回落，对公司业绩产生不利影响。

图表68：中海石油化学 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表69：中海石油化学 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人, 庄汀洲、张雄, 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