

受益于行业高景气的磷化工一体化企业

华泰研究

2026年1月25日 | 中国内地

首次覆盖

农用化工

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

50.73

庄汀洲

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

张雄

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

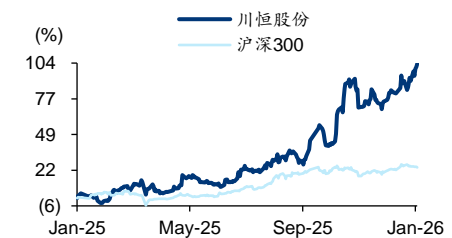
张宸*

SAC No. S0570124080036 zhangchen024211@htsc.com
+ (86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(人民币 截至1月23日)	41.25
市值(人民币百万)	25,066
6个月平均日成交额(人民币百万)	431.94
52周价格范围(人民币)	20.79-41.25

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)	5,906	7,618	8,514	8,931
+/-%	36.72	29.00	11.76	4.90
归属母公司净利润(百万)	956.48	1,310	1,621	1,800
+/-%	24.80	36.98	23.73	11.07
EPS(最新摊薄)	1.57	2.16	2.67	2.96
ROE(%)	16.03	18.38	19.22	19.74
PE(倍)	26.21	19.13	15.46	13.92
PB(倍)	4.06	3.10	2.85	2.65
EV EBITDA(倍)	16.02	12.54	10.96	9.78
股息率(%)	2.91	3.66	4.53	5.03

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

首次覆盖川恒股份给予“买入”评级,予以公司26年19xPE,目标价50.73元。公司是国内磷化工的龙头企业,拥有磷矿名义产能330万吨,自有磷矿优势使公司磷化工毛利率处于行业前列。受益于未来1-2年的全球磷矿供需紧平衡局势,我们认为公司磷矿仍有望延续景气,且在新能源需求增长预期下,公司的磷酸铁、工铵、磷酸等业务亦有望贡献弹性。公司股息拥有较高吸引力,我们假设公司在70%股利支付率水平下,25-27年股息率分别达3.7%/4.5%/5.0%。

全球磷矿扩产速度较慢,化肥和新能源需求支撑行业供需趋紧

由于海外磷矿新增有限,中国磷矿受制于超采监管、安全生产和环保要求,小磷矿持续退出且新产能投产流程延长,综合导致全球磷矿扩产较慢,我们预计25-27年磷矿新增产能约401/947/658万吨,主要集中于中国。而需求端由于全球耕地面积扩张,24年起磷肥需求每年呈3%增长,21年后新能源需求进一步加剧供需紧张。我们测算25-27年全球磷矿石供需缺口或达到178/95/121万吨。公司拥有330万吨磷矿产能(权益量297万吨),公司有望充分受益于磷矿紧平衡带来的高景气度。公司在建磷矿合计930万吨/年,或将于28-29年逐步释放,我们看好公司未来新磷矿释放带来的成长性。

新能源增量需求预期下,磷化工品业务有望贡献利润弹性

21年来伴随锂电材料产销上升,新能源磷化工品需求量大大幅增长,但由于23-24年新能源磷化工品集中扩产导致价格价差显著回落。25H2以来由于储能需求增长预期加强,以及动力电池需求稳步增长,行业产销已呈现改善趋势。我们认为在全球对储能电池、动力电池需求持续向好的背景下,公司的磷酸铁、工业级一铵、净化磷酸等业务或迎景气回升,有望贡献利润弹性。

磷酸二氢钙受饲料需求支撑,公司出口规模扩大助力毛利率居前

下游饲料产量规模刚性,且磷酸二氢钙在禽畜饲料领域的渗透率逐步释放,公司磷酸二氢钙销量持续增长,凭工艺和品牌优势使公司该业务毛利率居行业领先。公司主要磷化工产品中,化肥用途占比少,因此向下游顺价渠道较好,更好受益于成本端磷矿的高景气,同时公司广西基地出口规模持续扩大,支撑22年来公司毛利率居行业前列。

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。市场亦有认为磷矿、硫磺等成本端上涨,或致磷化工产品利润空间收窄,我们认为公司的磷酸一铵、磷酸等产品因不属于化肥用途,以及公司的出口规模较大(25H1出口营收占比32%),成本端上涨后价格向下游传导的渠道较为顺畅,因此公司同时受益于磷矿价格高位以及成本支撑下的磷化工景气上行。

盈利预测与估值

预计公司25-27年归母净利润13.1/16.2/18.0亿元,同比+37%/+24%/+11%,对应EPS为2.16/2.67/2.96元。参考可比公司26年Wind一致预期平均19xPE,给予川恒股份26年19xPE,目标价50.73元,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:在建项目进度较慢,磷矿新产能集中释放,新能源需求不及预期。

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	4,137	3,872	5,569	5,063	5,506
现金	2,249	1,985	3,323	2,862	3,169
应收账款	250.41	273.39	336.07	345.04	369.46
其他应收账款	14.09	64.62	36.91	76.56	42.47
预付账款	57.67	59.36	91.61	77.11	99.88
存货	776.29	884.55	1,130	1,049	1,187
其他流动资产	789.15	605.25	651.78	653.73	638.27
非流动资产	7,888	9,051	9,668	10,336	11,078
长期投资	1,327	1,433	1,544	1,662	1,767
固定投资	4,319	4,314	4,311	4,334	4,565
无形资产	1,362	2,347	2,709	3,154	3,494
其他非流动资产	880.57	957.08	1,103	1,186	1,252
资产总计	12,024	12,923	15,237	15,399	16,584
流动负债	2,939	3,309	3,788	3,327	3,928
短期借款	1,008	1,185	1,185	1,203	1,185
应付账款	744.76	881.14	1,192	1,051	1,251
其他流动负债	1,186	1,243	1,411	1,074	1,492
非流动负债	2,764	2,384	2,251	2,096	1,926
长期借款	1,561	1,117	984.34	829.44	659.43
其他非流动负债	1,204	1,267	1,267	1,267	1,267
负债合计	5,703	5,694	6,040	5,424	5,854
少数股东权益	562.06	1,055	1,115	1,190	1,278
股本	542.04	541.98	607.67	607.67	607.67
资本公积	2,714	2,720	3,902	3,902	3,902
留存公积	2,350	2,768	3,179	3,688	4,254
归属母公司股东权益	5,759	6,174	8,082	8,786	9,452
负债和股东权益	12,024	12,923	15,237	15,399	16,584

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	528.37	859.23	2,208	1,609	2,737
净利润	788.89	958.02	1,371	1,696	1,889
折旧摊销	366.77	467.47	406.63	353.19	377.81
财务费用	131.73	99.53	45.10	43.55	43.18
投资损失	23.23	8.26	(24.06)	(28.58)	(33.49)
营运资金变动	(869.63)	(744.09)	399.82	(466.96)	447.50
其他经营现金	87.38	70.03	10.19	12.00	12.96
投资活动现金	(983.44)	(944.50)	(1,001)	(994.85)	(1,089)
资本支出	(803.68)	(451.89)	(911.70)	(903.94)	(1,014)
长期投资	(25.97)	(163.08)	(111.70)	(117.37)	(105.25)
其他投资现金	(153.79)	(329.53)	22.79	26.46	31.09
筹资活动现金	1,007	(104.11)	130.24	(1,075)	(1,341)
短期借款	298.49	177.13	0.00	17.60	(17.60)
长期借款	25.04	(443.44)	(132.97)	(154.90)	(170.01)
普通股增加	40.22	(0.05)	65.68	0.00	0.00
资本公积增加	875.52	5.04	1,182	0.00	0.00
其他筹资现金	(232.40)	157.22	(984.79)	(937.90)	(1,153)
现金净增加额	555.74	(176.16)	1,338	(461.17)	307.81

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	4,320	5,906	7,618	8,514	8,931
营业成本	2,633	3,949	5,036	5,448	5,590
营业税金及附加	123.04	147.97	190.88	213.32	223.78
营业费用	73.95	94.58	122.01	136.35	143.04
管理费用	245.04	250.83	342.82	357.58	375.11
财务费用	131.73	99.53	45.10	43.55	43.18
资产减值损失	(24.41)	(50.95)	(65.72)	(73.45)	(77.05)
公允价值变动收益	1.93	(1.55)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(23.23)	(8.26)	24.06	28.58	33.49
营业利润	971.23	1,192	1,682	2,085	2,322
营业外收入	4.54	2.38	2.65	3.19	2.74
营业外支出	9.90	21.16	18.89	16.65	18.90
利润总额	965.88	1,173	1,666	2,071	2,306
所得税	176.99	214.99	295.24	375.39	416.38
净利润	788.89	958.02	1,371	1,696	1,889
少数股东损益	22.49	1.54	60.30	74.61	88.80
归属母公司净利润	766.40	956.48	1,310	1,621	1,800
EBITDA	1,464	1,751	2,102	2,442	2,700
EPS (人民币, 基本)	1.53	1.76	2.16	2.67	2.96

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	25.30	36.72	29.00	11.76	4.90
营业利润	0.21	22.71	41.13	23.93	11.38
归属母公司净利润	1.14	24.80	36.98	23.73	11.07
获利能力 (%)					
毛利率	39.04	33.13	33.89	36.01	37.41
净利率	18.26	16.22	17.99	19.92	21.15
ROE	15.12	16.03	18.38	19.22	19.74
ROIC	10.16	10.59	12.85	14.38	15.29
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.43	44.06	39.64	35.22	35.30
净负债比率 (%)	26.38	27.10	2.16	5.47	0.70
流动比率	1.41	1.17	1.47	1.52	1.40
速动比率	1.06	0.87	1.13	1.17	1.06
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.47	0.54	0.56	0.56
应收账款周转率	18.90	22.55	25.00	25.00	25.00
应付账款周转率	3.54	4.86	4.86	4.86	4.86
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.26	1.57	2.16	2.67	2.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	1.41	3.63	2.65	4.50
每股净资产(最新摊薄)	9.48	10.16	13.30	14.46	15.55
估值比率					
PE (倍)	32.71	26.21	19.13	15.46	13.92
PB (倍)	4.35	4.06	3.10	2.85	2.65
EV EBITDA (倍)	18.65	16.02	12.54	10.96	9.78



正文目录

投资要点	4
全球磷矿有望延续紧平衡，公司自有磷矿优势或将充分受益	4
储能和动力电池增量预期较好，有望助力新能源磷化工品量价复苏	4
公司利润已进入成长兑现期，负债率改善且高分红吸引力增强	4
我们与市场观点不同之处	4
川恒股份：精细磷化工一体化龙头，受益于磷产业链景气向上	5
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	9
新能源化学品：锂电景气或迎回升，助力上游材料盈利改善	13
磷酸铁：全球电池需求持续上升，行业开工率有望复苏	13
工业级一铵：未来扩产受限，铵法磷酸铁需求有望支撑工铵价格复苏	15
磷酸：湿法磷酸具备成本优势，广西基地面向磷酸出口市场	17
磷酸二氢钙：国内外饲料产量提高支撑需求侧，公司具备技术及品牌优势	20
首次覆盖川恒股份，给予“买入”评级	22
风险提示	25

投资要点

川恒股份是国内磷化工的龙头企业，拥有从磷矿到精细磷化工品的一体化生产基地。公司拥有 330 万吨磷矿名义产能，自有磷矿助力公司磷化工毛利率处于行业前列。且伴随新能源景气回升预期下，公司磷化工品有望迎来量价齐升。公司 21-22 年后资本开支放缓，23 年以来公司股利支付率提高至 70% 左右，预计 25-27 年公司股息率有望达到 3.7%/4.5%/5.0%。我们认为公司有以下看点：

全球磷矿有望延续紧平衡，公司自有磷矿优势或将充分受益

磷需求侧受磷肥刚需支撑和磷酸铁锂产能增长，叠加供给侧国内磷矿对超采、安全生产和环保监管趋严和海外磷矿扩产有限等影响下，我们认为 25-27 年全球磷矿供需缺口约 178/95/121 万吨，磷矿紧缺态势或延续。公司拥有 330 万吨/年磷矿产能（权益量 297 万吨/年），除满足公司磷化工原料需求外，22 年以来外销量约 70 万吨/年，在国内外磷价高位延续下，公司的自有磷矿优势或将充分受益。

储能和动力电池增量预期较好，有望助力新能源磷化工品量价复苏

23-24 年磷酸铁等新能源化学品集中投产导致价格、产能利用率显著回落。25H2 以来伴随下游储能需求预期增强，以及动力电池需求稳步增长，行业开工率已呈复苏趋势，国内产销和出口量大幅改善。我们认为全球储能电池高增速和动力电池稳增长的背景下，25-27 年国内磷酸铁行业开工率或达到 63%/70%/66%，较 24 年 42% 开工率改善明显。同时，公司的工业级磷酸一铵、磷酸等产品亦有望跟随新能源迎来景气回升。

公司利润已进入成长兑现期，负债率改善且高分红吸引力增强

公司在 21-22 年资本开支规模较大，内容包括 20 万吨/年湿法净化磷酸、新桥磷矿技改项目等。公司 24 年归母净利润达到 9.6 亿元，较 21 年 CAGR 约 37%，公司利润已进入成长兑现期。同时，公司 25Q3 末资产负债率为 37%，较 22 年末 51% 显著改善，分红率亦大幅提升，23/24 年股利支付率约 70%，年末股息率在 5% 左右，我们假设公司未来在 70% 股利支付率水平下，25-27 年股息率或将达到 3.7%/4.5%/5.0%，高分红吸引力较好。

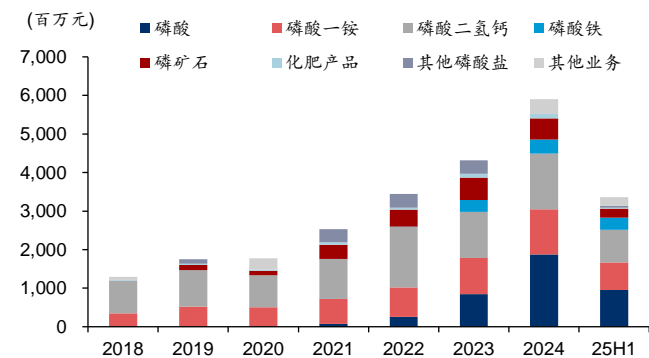
我们与市场观点不同之处

(1) 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趋严，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) 市场担忧磷矿、硫磺等成本上涨或致磷化工品利润收窄。我们认为公司的磷酸一铵、磷酸二氢钙、磷酸等产品因不属于国内保供稳价适用的化肥用途，以及公司出口规模较大（25H1 公司出口营收占比 32%），原料成本端上涨后，价格向下游传导的渠道较为顺畅。公司有望同时受益于磷矿价格高位和成本支撑下的磷化工景气上行。

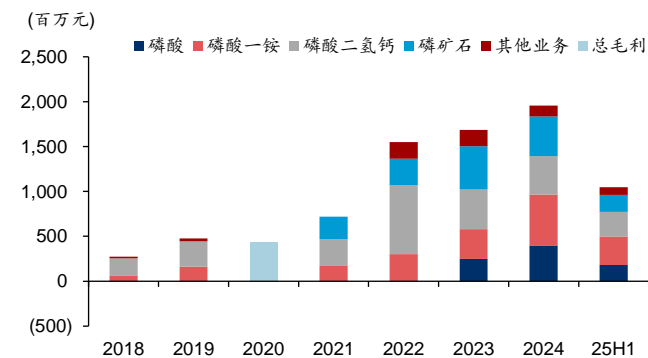
公司拥有规模较大的磷矿资源，在磷化工方面具有成本优势。公司目前拥有 330 万吨磷矿石产能，在满足公司磷化工生产的消耗外，22 年以来外销售量约 60-70 万吨/年。据公司年度经营数据，22 年之后公司磷矿石外售价格显著上升，而采矿成本相对保持平稳，因此在磷化工的利润结构中磷矿利润占比大幅增长。在 2024 年利润结构中，公司全年实现毛利 19.6 亿元，其中我们测算公司的磷矿石利润占比约 80-90%。公司受益于自有丰富的磷矿资源和产能，磷化工生产方面具有较好的成本优势。

图表3：公司分部营业收入情况



资料来源：公司定期报告，华泰研究

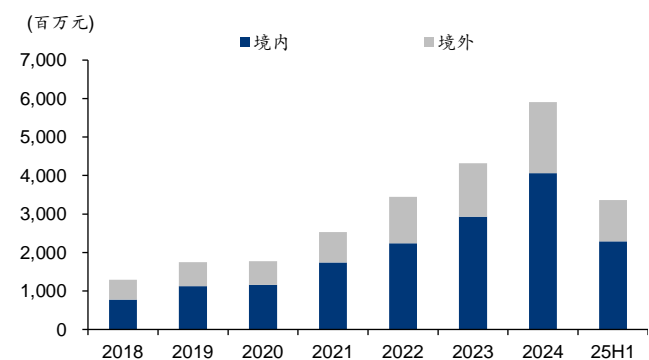
图表4：公司分部毛利情况



资料来源：公司定期报告，华泰研究

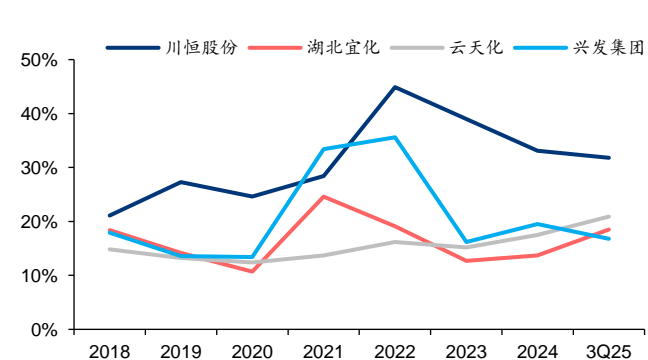
公司出口规模大，非化肥用途磷化工品向下游顺价渠道较好。公司主要磷化工产品包括磷酸二氢钙、工业级一铵、净化磷酸等，化肥用途的产品较少，因此近年来公司利润更好地受益于上游磷矿的高景气。据公司半年报，25H1 境外营收占总营收约 32%，出口规模可观。由于海外磷化工品单价较内销市场更高，公司凭借出口优势和非化肥用途磷化工品占比高的优势，22 年以来综合毛利率居行业领先。

图表5：公司境内外销售收入情况



资料来源：公司定期报告，华泰研究

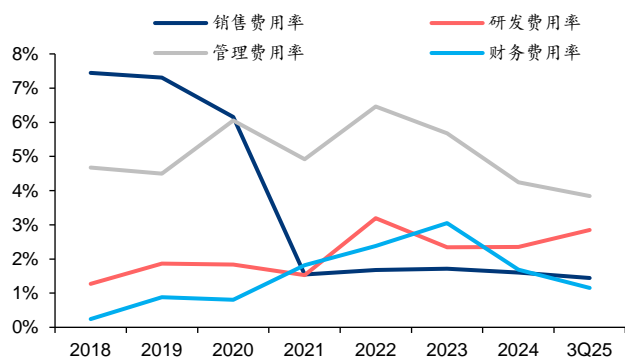
图表6：磷化工主要上市企业综合毛利率对比



资料来源：Wind，各公司定期报告，华泰研究

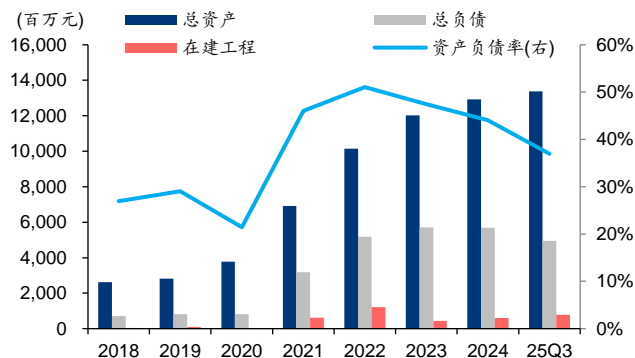
公司 21 年以来期间费用率基本稳定，23 年以来资产负债率持续优化。21 年产品运输成本由销售费用剥离后，销售费用率、研发费用率基本稳定在 2%/2% 水平，22 年管理费用率上升原因系股权激励费用增加较多。公司在 21-22 年大额资本开支后，自 23 年来持续优化负债率，截至 25Q3 公司资产负债率为 37%，较 22 年 51% 已大幅下降。

图表7: 公司期间费用率



资料来源: 公司定期报告, 华泰研究

图表8: 公司资产负债情况



资料来源: 公司定期报告, 华泰研究

公司近年分红比例在 70%左右, 23/24 年末股息率约 5%, 高股息吸引力较好。公司在 23 年迎来磷矿利润放量以及减少资本开支之后, 将股利支付率由 46%提高至 70%左右。公司 23/24 年度每股股利为 1.0/1.2 元, 股利支付率 70%/69%, 年末股息率达到 5.3%/4.9%。公司提高分红比例后, 高股息吸引力增强。

图表9: 公司历史分红情况 (百万元)

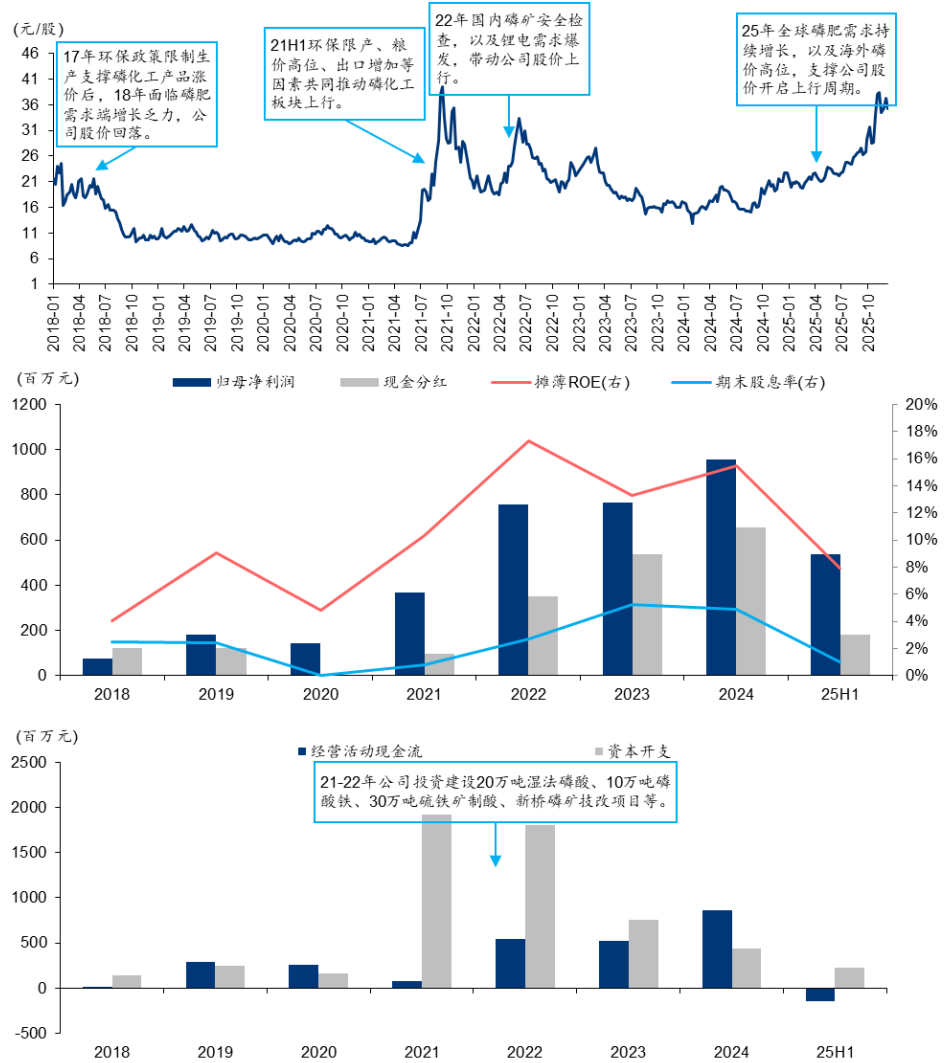
年份	归母净利润	现金分红	股利支付率	每股股利(元)	股息率
2019	180.4	122.29	67.8%	0.3	2.4%
2020	142.61	0	0.0%	0	0.0%
2021	367.76	99.06	26.9%	0.2	0.8%
2022	758.66	351.27	46.3%	0.7	2.7%
2023	766.40	538.78	70.3%	1	5.3%
2024	956.48	656.9	68.7%	1.2	4.9%

注: 股息率按期末最后一天交易日的市值计算

资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

2025 年以来全球磷肥需求保持增长, 叠加海外磷矿/磷化工品价格高位, 支撑公司股价开启上行周期。2016 年以来国内磷矿产量主要受到环保政策影响, 磷矿/磷化工品价格呈现周期波动, 进而影响公司利润和股价表现。21-22 年公司投资建设广西扶绥基地和贵州福泉基地的磷酸铁产能, 相关资本开支支撑 24 年利润同比增长较多。25 年以来, 全球磷肥需求增速持续, 叠加海外磷矿/磷化工品价格高位, 支撑公司股价上行。

图表10: 川恒股份历史股价复盘

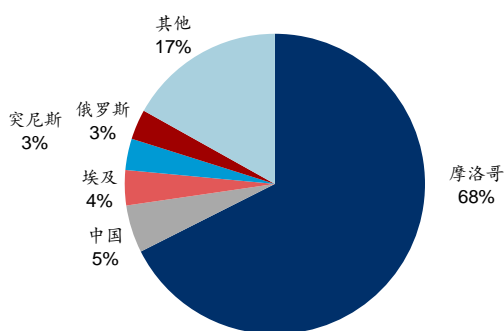


注: 股价数据为周收盘价, 股息率按期末最后一天交易日的市值计算
资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

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

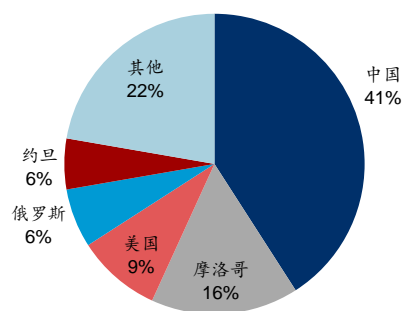
全球磷矿头部企业产能集中，磷矿整体供应或延续偏紧。据 USGS，全球磷矿石储量集中于摩洛哥，23 年储量占比 68%，其余储量较大国家包括中国、埃及、俄罗斯等。在磷矿产量方面，据 USGS 统计，尽管中国储量优势较小，但 23 年中国磷矿产量约 9000 万吨，占比 41%，居全球首位，国内近 2 年来环保政策趋严，叠加新能源、磷肥需求驱动，以及部分磷化工品保供下的出口管制，国内磷矿以自供为主。全球主要磷矿企业包括 OCP（摩洛哥）、Mosaic（美国）、贵州磷化、云天化、Phosagro（俄罗斯），24 年产能为 4800/2100/1500/1400/1200 万吨，头部产能集中，主要企业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 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，全球磷矿供应紧张趋势或延续。

图表 11：2023 年全球磷矿石储量分布



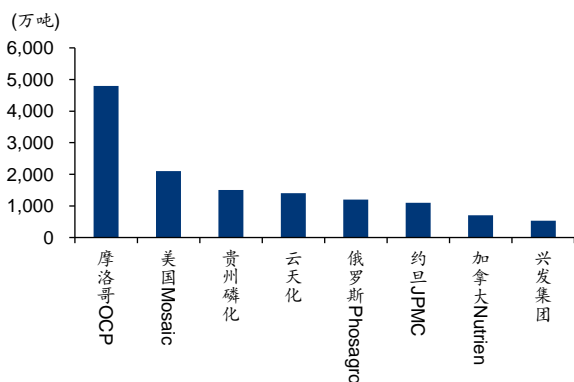
资料来源：USGS，华泰研究

图表 12：2023 年全球磷矿石产量分布



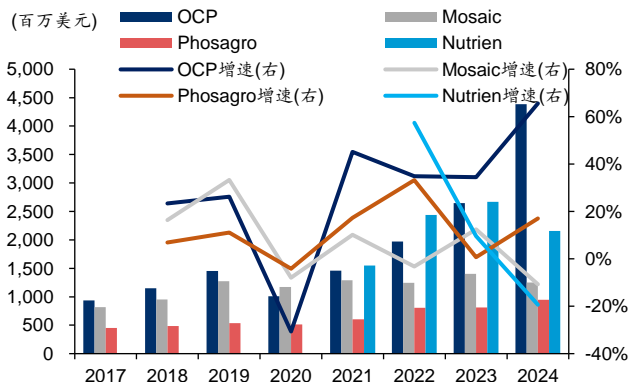
资料来源：USGS，华泰研究

图表 13：2024 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

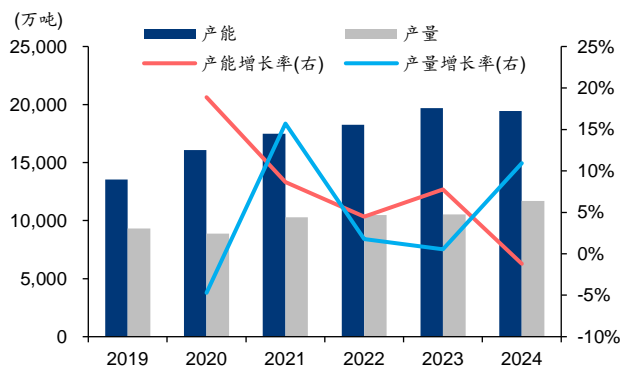
图表 14：海外磷矿头部企业资本开支变化



资料来源：各公司公告，华泰研究

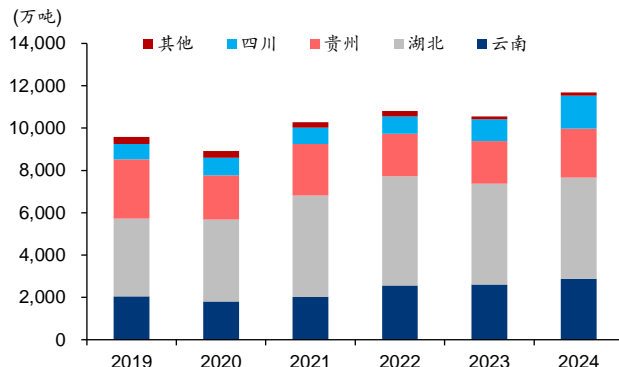
国内磷矿超采监管趋严，小企业持续退出，20 年以来国内产量增长偏慢。据 USGS 统计，23 年中国磷矿储量/产量分别占全球 5%/41%，存在一定程度过度开采。2016 年磷矿被列入我国战略性矿产，国土资源部文件《全国矿产资源规划（2016-2020 年）》指出保持磷矿开采总量不超过 1.5 亿吨/年，并收紧环保政策，致众多小企业停产及退出，产量自 20 年以来增长偏慢，据百川盈孚，24 年我国磷矿石产能/产量 1.9/1.2 亿吨，20-24 年 CAGR 为 7.5%/4.6%，产地集中于云南、贵州、四川、湖北等四省。国内磷矿头部企业有贵州磷化、云天化、兴发集团、川发龙蟒等，据中国磷复肥工业协会，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15: 2019-2024年中国磷矿石产能产量变化



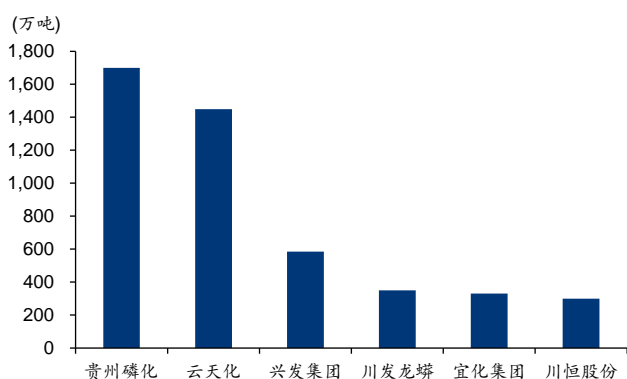
资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

图表16: 2019-2024年中国磷矿产量(分省份)



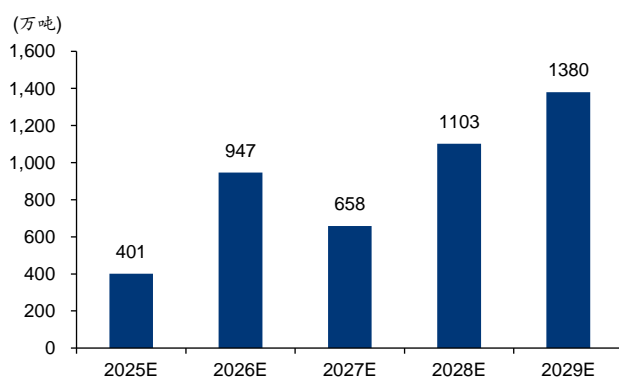
资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

图表17: 国内主要磷矿企业产能(截止2025年12月)



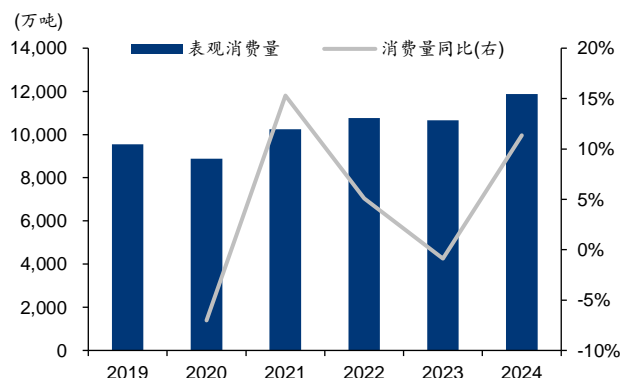
资料来源: 百川盈孚, 各公司公告, 华泰研究

图表18: 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

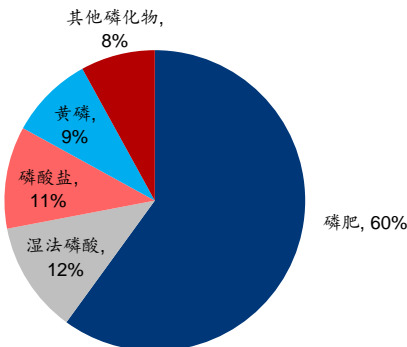
磷肥和磷酸铁锂需求带动磷矿消费量呈增长趋势, 供需紧平衡下磷矿价格有望维持 1-2 年高景气。国内磷矿下游主要用于磷肥(磷酸一铵、磷酸二铵为主), 需求量跟随农肥需求逐步增长。21-22 年新能源景气上行带动铁锂电池发展, 磷酸铁/磷酸铁锂产能迅速增长, 进一步拉动磷矿需求。据百川盈孚, 19-24 年我国磷矿表观消费量呈增长趋势, 24 年消费量同比+11%至 1.2 亿吨。国内超采监管趋紧, 海外磷矿资本开支放缓, 叠加下游农肥需求仍旺盛, 且新能源需求进一步拉动, 磷矿石价格自 23 年来维持高位。据 IFA、USGS 和百川盈孚等, 25-27 年全球磷矿产能预计增加 401/947/658 万吨, 我们认为海外企业对磷矿或保持控产保价诉求, 预测海外开工率 79%/79%/80%, 全球耕地面积扩张或带来磷肥年需求增长 3%, 导致 25-27 年磷矿供需缺口 178/95/121 万吨, 磷矿价格有望维持 1-2 年高景气。

图表19: 2019-2024年中国磷矿石表观消费量变化



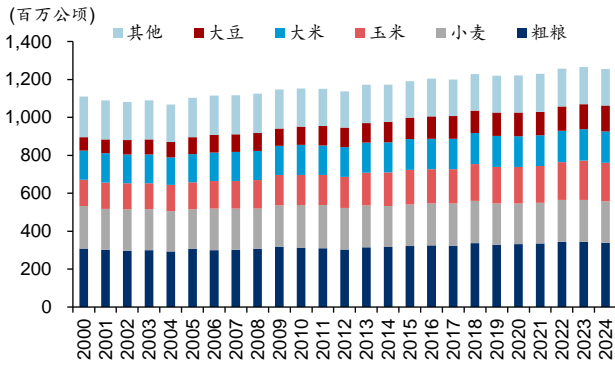
资料来源: 百川盈孚, 海关总署, 华泰研究

图表20: 2024年国内磷矿石下游消费结构



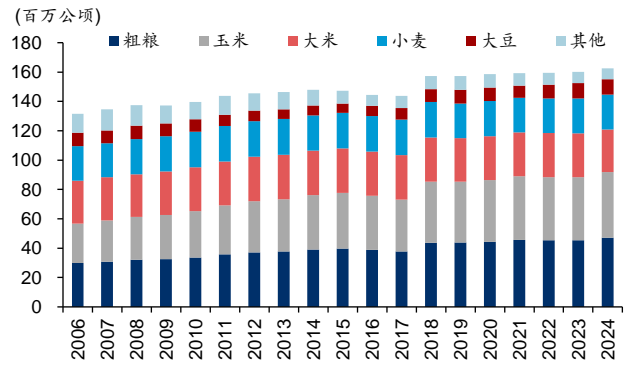
资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

图表21: 全球主要农作物播种面积



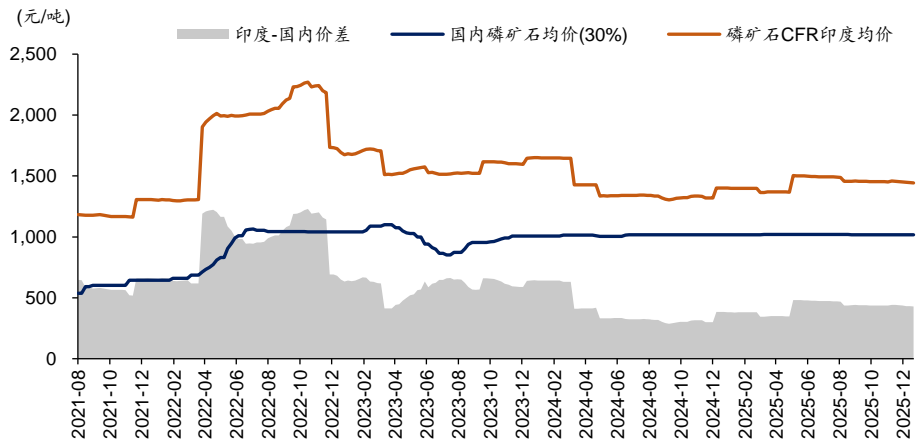
资料来源: 美国农业部, 华泰研究

图表22: 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23: 磷矿石价格走势



资料来源: Bloomberg, 百川盈孚, 华泰研究

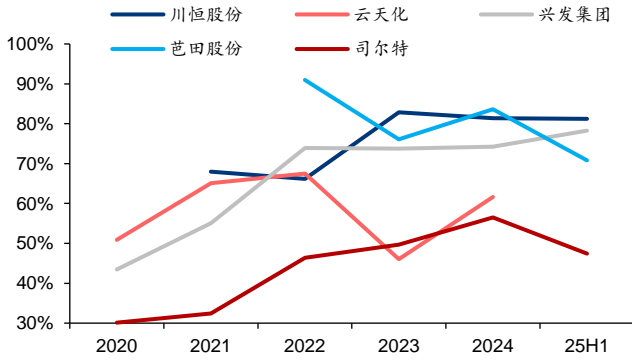
图表24: 2021-2027E 全球磷矿石供需平衡表

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	13809
国内产能	万吨	10583	10816	11046	11916	12317	13264	13922
全球产量	万吨	20440	20296	21636	22789	23022	23685	24134
海外产量	万吨	10150	9822	11106	11109	11016	11084	11048
国内产量	万吨	10290	10475	10531	11680	12006	12601	13087
全球开工率	%	83%	82%	86%	89%	88%	87%	87%
海外开工率	%	72%	70%	78%	79%	79%	79%	80%
国内开工率	%	97%	97%	95%	98%	97%	95%	94%
表现消费量(折磷矿石)	万吨	20440	20296	21636	22524	23200	23779	24255
供需缺口	万吨	0	0	0	-9	-178	-95	-121
表现消费量(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

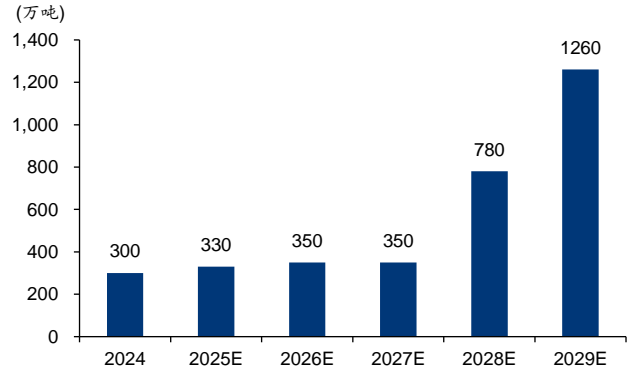
公司磷矿品味较高,新产能预计在 28-29 年释放。据公告和年报,公司磷矿品味约 24-26%,较国内平均 22% 更高,一方面公司外售磷矿有更高的价格,另一方面高品位矿在磷化工产品加工过程中能减少选矿和富集的成本。据 Wind, 25H1 川恒股份的磷矿业务毛利率为 81%,处于同行企业前列。同时,公司在建的鸡公岭、老寨子、老虎洞等 3 个磷矿计划在 28-29 年释放,使公司的磷矿名义产能由 300 多万吨增至 1260 万吨,在全球磷矿供需紧平衡的背景下,我们看好公司新磷矿项目带来的成长性。

图表 25: 国内主要磷矿企业的磷矿业务毛利率



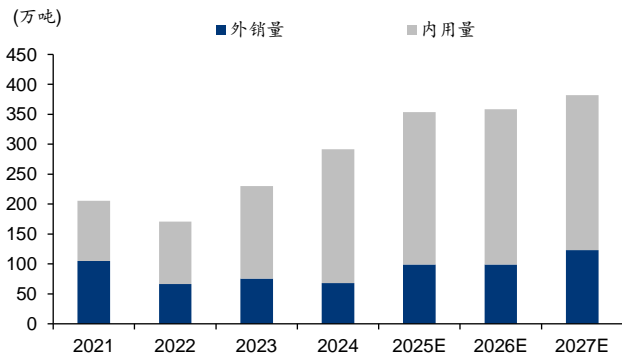
资料来源: Wind, 公司年报, 华泰研究

图表 26: 川恒股份磷矿名义产能变化



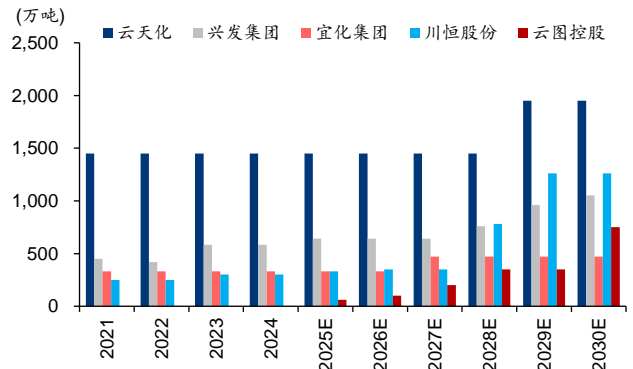
资料来源: 公司年报, 公司公告, 华泰研究预测

图表 27: 川恒股份磷矿外销量和内用量情况



资料来源: 公司年报, 华泰研究预测

图表 28: 国内主要磷化工上市企业的自有磷矿情况



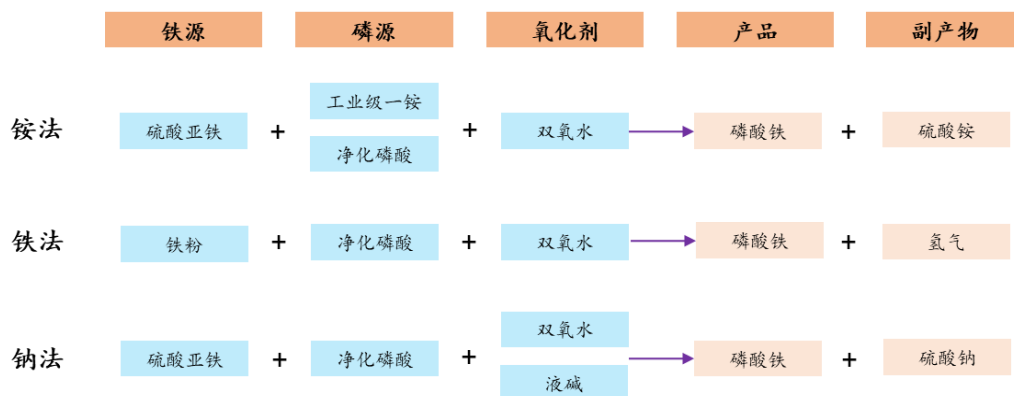
资料来源: 公司年报, 公司公告, 华泰研究预测

新能源化学品：锂电景气或迎回升，助力上游材料盈利改善

磷酸铁：全球电池需求持续上升，行业开工率有望复苏

磷酸铁生产工艺中，铵法凭借外售副产物硫酸铵而拥有较好盈利空间。磷酸铁是锂电正极材料磷酸铁锂的重要前驱体，主流生产工艺分为铵法、铁法和钠法，采用硫酸亚铁或铁粉作为铁源，工铵或净化磷酸作为磷源。在原料成本上，三种工艺差异较小，但铵法凭借副产物硫酸铵可作为氮肥外售或出口，在整体盈利上具有较好优势。

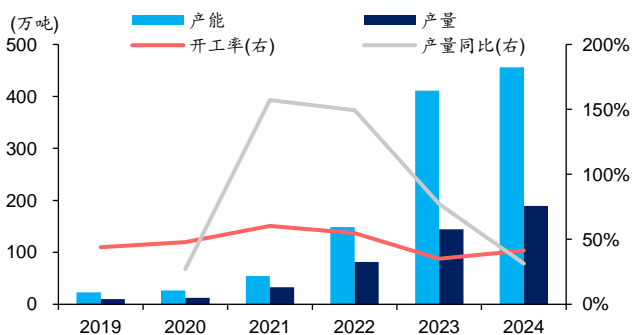
图表29：磷酸铁生产工艺



资料来源：锂电材料工艺，百川盈孚，华泰研究

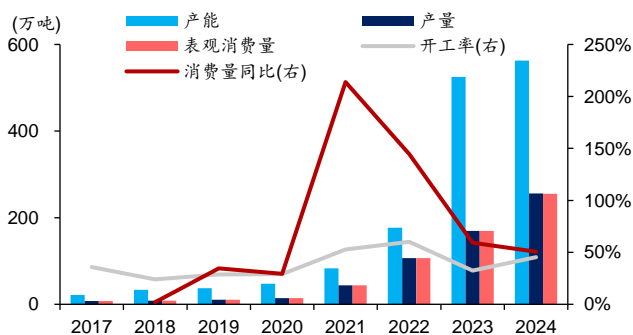
受益于终端电池需求，磷酸铁和磷酸铁锂产能产量快速增长。磷酸铁锂作为锂电池正极的主流材料，近年来受益于终端电池需求呈现产能产量的快速增长。据百川盈孚，24 年国内磷酸铁锂产能/表观消费量 563/256 万吨，较 19 年 CAGR 为 72%/89%，且带动前驱体磷酸铁产能产量亦增长较快，24 年国内磷酸铁产能/产量 456/189 万吨，较 19 年 CAGR 为 82%/80%。

图表30：2019-2024 年磷酸铁产能产量情况



资料来源：百川盈孚，华泰研究

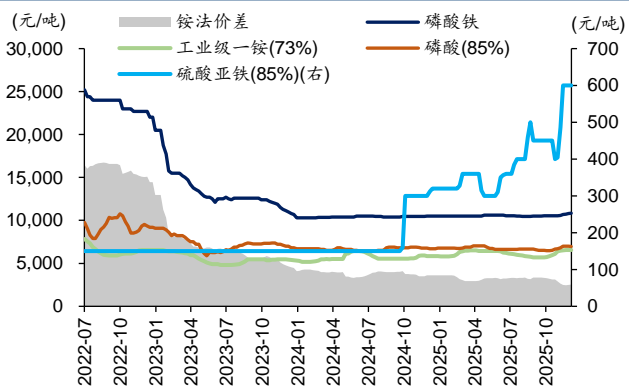
图表31：2017-2024 年磷酸铁锂产能产量情况



资料来源：百川盈孚，海关总署，华泰研究

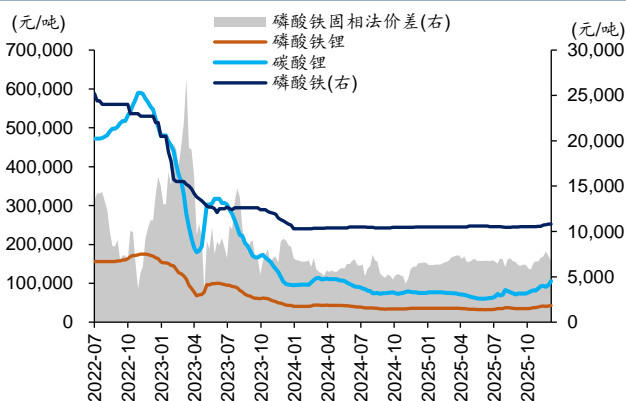
锂-磷价差收窄致磷酸铁利润自 23 年来下行，未来锂价上涨有望支撑磷酸铁价差改善。从历史价格来看，磷酸铁价格与磷酸铁锂关联性较强，而磷酸铁锂价格主要受碳酸锂支撑。23 年之前，碳酸锂价格支撑磷酸铁锂价格维持高位，相应带动磷酸铁价格高位运行，而铁源、磷源价格相对较低，锂-磷价差较大下磷酸铁利润维持较好。23 年初以来，碳酸锂价格下行，致磷酸铁利润空间显著下滑。而硫酸亚铁作为硫酸法钛白粉副产物，25H2 因钛白粉产量下滑致副产物供应紧张，硫酸亚铁涨价较快，进一步压缩磷酸铁价差。但 25 年 7 月以来碳酸锂价格中枢处于回升阶段，25 年底碳酸锂价格已上升至 13 万元/吨以上，锂-磷价差较 25 年初显著扩大，在碳酸锂供需紧平衡预期支撑价格下，后续有望带动 26-27 年磷酸铁利润逐步改善。

图表32: 磷酸铁价格及铵法价差



资料来源: 百川盈孚, 化工在线, 隆众资讯, 华泰研究

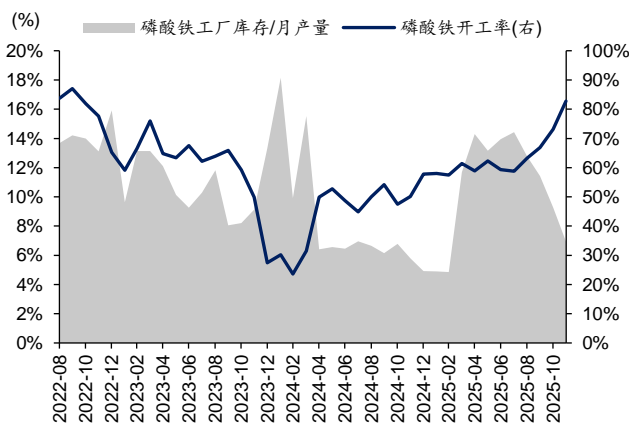
图表33: 磷酸铁锂价格及价差



资料来源: 百川盈孚, 化工在线, 隆众资讯, 华泰研究

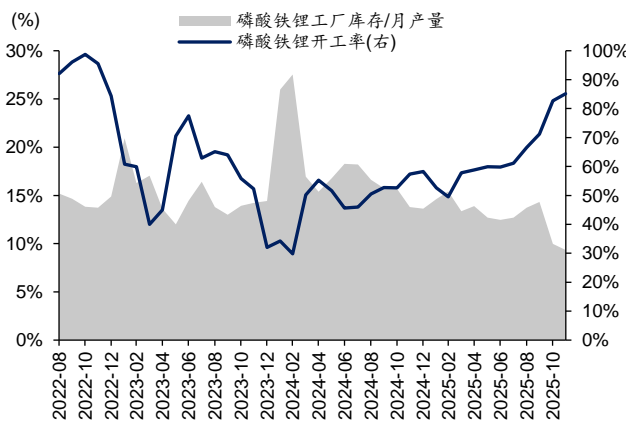
25H2 以来磷酸铁库存压力有所缓解, 出口量同比大幅增长。受益于储能需求高增长等影响, 据百川盈孚, 25 年 11 月磷酸铁/磷酸铁锂开工率达到 83%/85%, 工厂库存占月产量由 25H1 的 13-14% 下降至 7%/9%, 磷酸铁和磷酸铁锂库存压力有所缓解。同时, 据海关总署统计, 25 年 1-11 月磷酸铁锂累计出口 2.8 万吨, 累计同比+1094%, 6-11 月当月出口量均维持 2000 吨以上, 在储能需求增量预期下, 全球锂电池需求有望进入回升阶段。

图表34: 磷酸铁开工率及库存



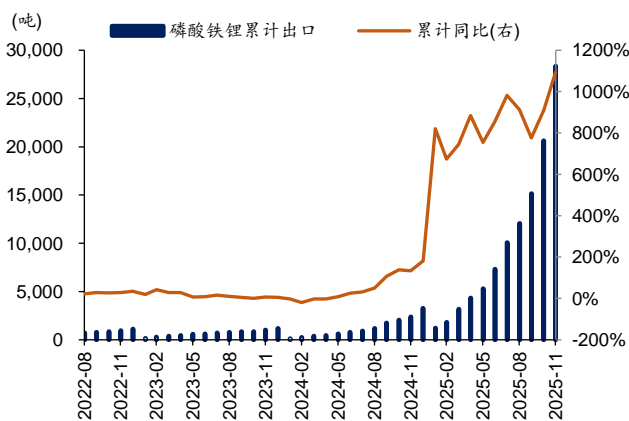
资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

图表35: 磷酸铁锂开工率及库存



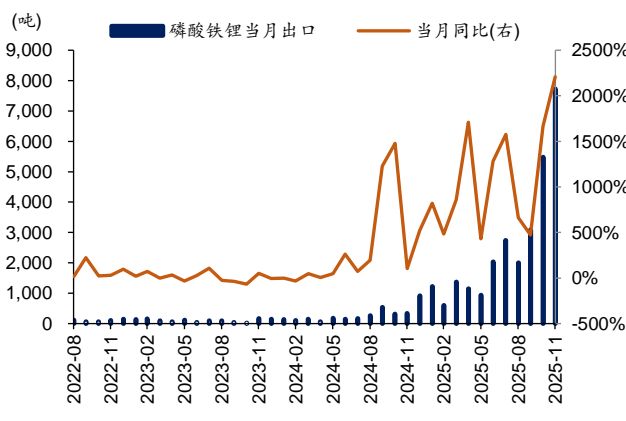
资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

图表36: 磷酸铁锂累计出口数量



资料来源: 海关总署, 华泰研究

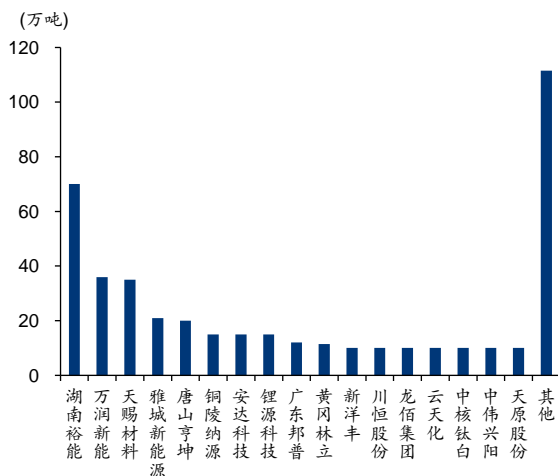
图表37: 磷酸铁锂当月出口数量



资料来源: 海关总署, 华泰研究

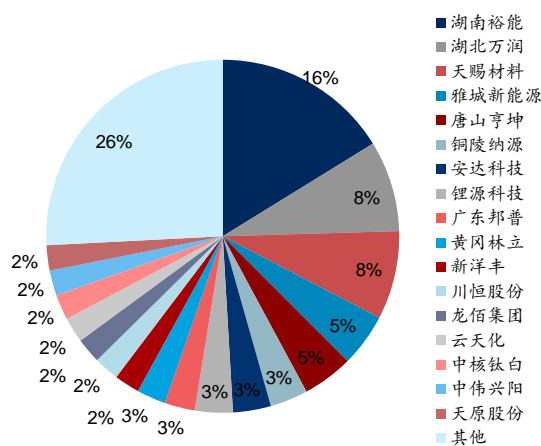
磷酸铁供应格局呈龙头领先+小产能众多，行业未来新产能和需求空间均较大。据 SMM 和百川盈孚，国内磷酸铁龙头包括湖南裕能、万润新能、天赐材料等企业，产能规模在 30-40 万吨以上，其他小产能包括自有铁源（主要为钛白粉企业）和自有磷源企业，产能规模在 10 万吨左右。我们统计 26-27 年新增产能约 188/258 万吨，主要包括万华化学、友山新材料、贵州磷化、兴发集团等。据华泰证券研究所电新组 2025 年 12 月 14 日发布的《2026 年度策略-电力的超级周期》，预计 25-27 年磷酸铁锂正极材料的产量为 1604/2393/3035 GWh，对应 388/577/728 万吨，我们假设 LFP 对应磷酸铁单耗 0.97 且磷酸铁固相法产量占比为 80%/83%/86%，得到 25-27 年磷酸铁预估产量 301/464/608 万吨，对应开工率 63%/70%/66%。伴随全球电池需求持续上升，我们认为磷酸铁供需有望趋紧。

图表38：国内磷酸铁生产企业产能



注：统计截止 2025 年 12 月
资料来源：SMM，百川盈孚，华泰研究

图表39：国内磷酸铁生产企业产能占比



注：统计截止 2025 年 12 月
资料来源：SMM，百川盈孚，华泰研究

图表40：21-27E 磷酸铁供需平衡表

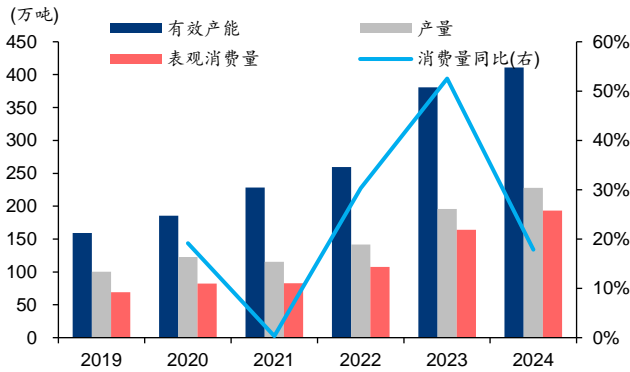
供给端	单位	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
磷酸铁总产能	万吨	54.1	148.6	411	456	480	668	926
同比增加	万吨		94.5	262.4	44.8	24	188	258
开工率	%	60.3%	54.8%	35.1%	41.6%	62.8%	69.5%	65.6%
磷酸铁总产量	万吨	32.6	81.4	144.2	189.4	301.2	464.3	607.6
yoy	%		149.7%	77.1%	31.3%	59.0%	54.2%	30.9%
磷酸铁锂总产量	万吨	43.5	106.4	169.6	255.8	388.1	576.7	728.4
yoy	%		144.6%	59.4%	50.8%	51.7%	48.6%	26.3%
假设：								
磷酸铁固相法占比	%	77%	79%	88%	76%	80%	83%	86%
磷酸铁单耗		0.97	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97

注：假设 LFP 对应磷酸铁单耗为 0.97 且 25-27 年磷酸铁固相法产量占比为 80%/83%/86%。LFP 产量参考华泰证券研究所电新组 2025 年 12 月 14 日发布的《2026 年度策略-电力的超级周期》，主要假设包括 25-27 年国内动力电池装机量同比+39%/+26%/+20%，海外动力电池装机量同比+25%/+21%/+24%，全球储能电池装机量同比+91%/+46%/+27%。
资料来源：SMM，百川盈孚，公司公告，公开环评信息，华泰研究预测

工业级一铵：未来扩产受限，铵法磷酸铁需求有望支撑工铵价格复苏

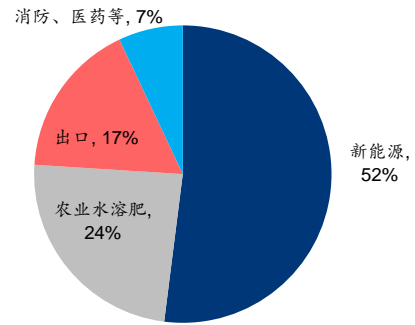
工业级一铵主要用于锂电正极前驱体、水溶肥、干粉灭火器等，其中新能源需求增速较快。工业级一铵是纯度较高的磷酸一铵，通常要求由肥料级 55%提纯至工业级 73%左右，据百川盈孚，工铵主要用于新能源（铵法磷酸铁工艺）、水溶肥、消防用材料（干粉灭火器）等。受益于锂电材料产销上升，22 年以来国内工铵产销均实现快速增长，24 年国内工铵产能/表观消费量为 411/193 万吨，较 21 年 CAGR 为 22%/32%。我们认为在动力电池、储能等需求不断提升下，工铵需求有望保持较好水平。

图表41：2019-2024年工业级一铵产量消费量情况



资料来源：百川盈孚，华泰研究

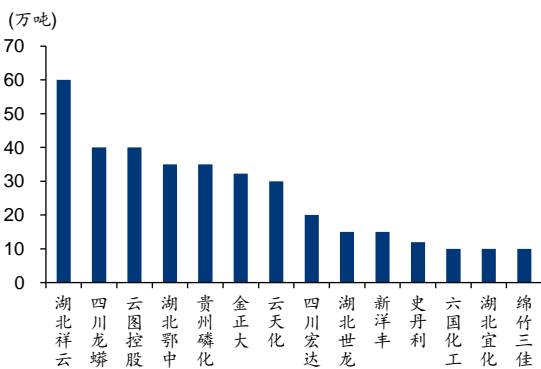
图表42：2024年工业级一铵消费结构



资料来源：百川盈孚，华泰研究

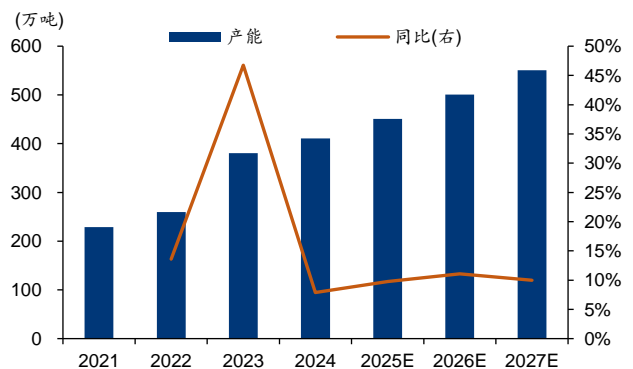
工铵供给格局相对集中，政策限制扩产下25-27年预计产能年增速在10%。据百川盈孚，25年底国内工铵产能约450万吨，主要生产企业为湖北祥云、龙蟒集团、云图控股、贵州磷化等自有磷矿和生产磷肥的企业。工铵的供给格局较为集中，CR5接近50%。2016年以来工信部、发改委等部门对磷铵生产提出能耗、排污新要求以及限制产能增速的政策文件，近年来工铵产能规模控制较好，据百川盈孚统计，25-27年新产能增速在10%左右。按我们在图表38中对磷酸铁25-27年的预计产量增速59%/54%/31%，未来磷酸铁需求高速增长或带动工铵开工率复苏。

图表43：工业级一铵主要生产企业的产能分布



注：统计截至2025年12月
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表44：2021-2027E工业级一铵产能变化



资料来源：百川盈孚，华泰研究预测

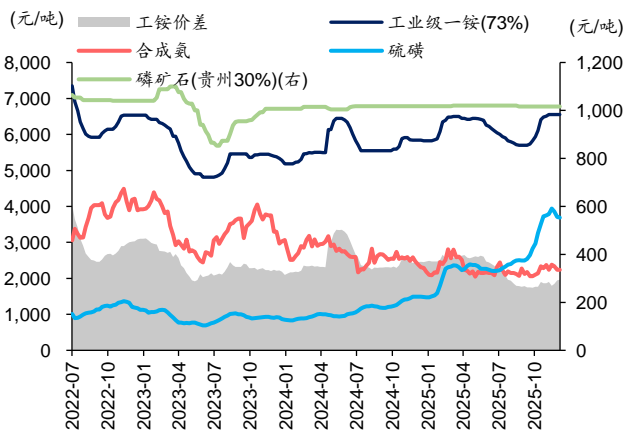
图45：我国磷酸一铵生产相关政策

发布时间	发布部门	文件名	主要内容
2016-09	工信部	石化和化学工业发展规划 (2016~2020年)	严格控制尿素、 磷酸 、电石、烧碱、聚氯乙烯、纯碱、黄磷等过剩行业新增产能，对符合政策要求的先进工艺改造提升项目应实行等量或减量置换。
2021-10	发改委、水利部等	“十四五”节水型社会建设规划	推动过剩产能有序退出和转移，严控钢铁、炼油、尿素、 磷酸 、电石、烧碱、黄磷等行业新增产能，严格实施等量置换或减量置换。
2023-06	发改委、工信部等	工业重点领域能效标杆水平和基准水平 (2023年版)	对此前明确的炼油、煤制焦炭、煤制甲醇、煤制烯烃、煤制乙二醇、烧碱、纯碱、对二甲苯、黄磷、合成氨、 磷酸一铵 、磷酸二铵、水泥熟料、平板玻璃、炼铁、炼钢、铁合金冶炼、电解铝等 25 个领域，原则上应在 2025 年底前完成技术改造或淘汰退出。
2023-08	发改委、工信部等	石化化工行业稳增长工作方案	实施重点行业能效、污染物排放限额标准，瞄准能效标杆和环保绩效分级 A 级水平，推进炼油、乙烯、对二甲苯、甲醇、合成氨、 磷酸 、电石、烧碱、黄磷、纯碱、聚氯乙烯、精对苯二甲酸等行业加大节能、减污、降碳改造力度。
2023-12	发改委、科技部等	推进磷资源高效高值利用实施方案	严格控制 磷酸 、黄磷等行业新增产能。到 2026 年 磷酸 、黄磷等传统产品产能利用率显著提升，产业集中度进一步提高。
2023-12	发改委	产业结构调整指导目录 (2024 年版)	将黄磷、 磷酸 、三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、三氯化磷、五硫化二磷、磷酸氢钙、白炭黑等生产装置 (本条目中不新增产能的搬迁项目除外) 纳入限制类。
2024-05	国务院	2024—2025 年节能降碳行动方案	严控炼油、电石、 磷酸 、黄磷等行业新增产能，禁止新建用汞的聚氯乙烯、氯乙烯产能，严格控制新增延迟焦化生产规模。

资料来源：政府网站，华泰研究

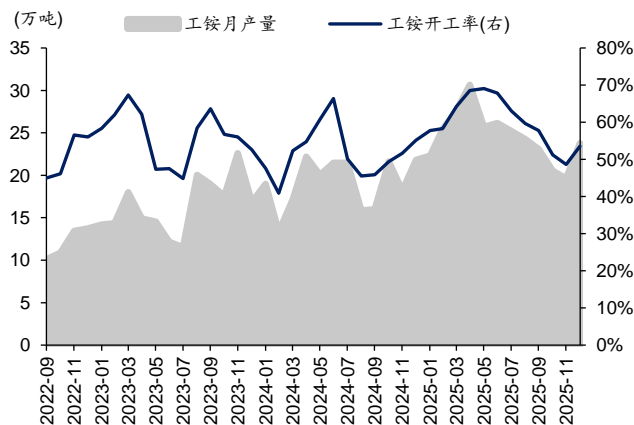
川恒股份拥有 26 万吨消防级一铵产能，价格与工铵相关，未来亦有望受益于工铵供需趋紧带来的价格弹性。工铵价格较少受到肥料级磷酸保供稳价的影响，因此原料成本波动能更顺利的传导到价格上。25 年以来，由于原料硫磺价格快速上涨，工铵价格亦有上升，但在 25Q3 期间由于企业累库导致行业主动降价去库销售，10 月后硫磺上涨继续带动工铵价格回升。从历史价格而言，工铵价格对原料成本波动的传导较好。公司的福泉基地拥有 26 万吨消防级一铵，主要用于干粉灭火器，价格与锂电用工铵相关，在未来新能源需求带动工铵供需趋紧的背景下，公司工铵业务有望受益于向上价格弹性。

图46：工业级一铵价格和价差走势



资料来源：百川盈孚，隆众资讯，华泰研究

图47：工业级一铵月产量及开工率

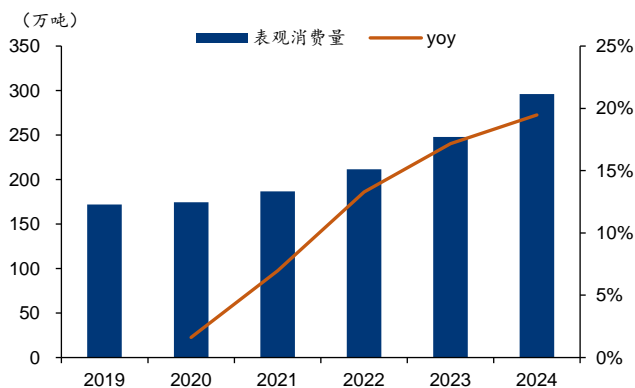


资料来源：隆众资讯，华泰研究

磷酸：湿法磷酸具备成本优势，广西基地面向磷酸出口市场

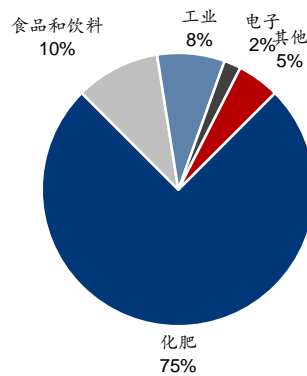
磷酸下游可用于合成磷肥、磷酸铁锂、湿电子化学品等，新能源和半导体需求持续增长。据百川盈孚，24 年我国磷酸表观消费量为 296 万吨，同比+19%，主要系种植面积提高、新能源等需求旺盛，24 年我国磷酸出口量为 35 万吨，同比-4%。据 Global growth insights，25 年全球磷酸市场规模有望达 408 亿美元，伴随粮食需求增加以及在工业和电子应用领域的扩大，35 年市场规模有望达 507 亿美元，26-35 年 CAGR 为 2%。从下游应用领域看，25 年全球磷酸用于化肥/食品和饮料/工业/电子领域占比分别为 75%/10%/8%/2%，磷肥为主要应用领域，工业级磷酸、电子级磷酸的份额分别在新能源电池和半导体产业高速发展下不断增长。

图表48: 我国磷酸消费量情况



注: 统计包括湿法净化磷酸及热法磷酸
资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

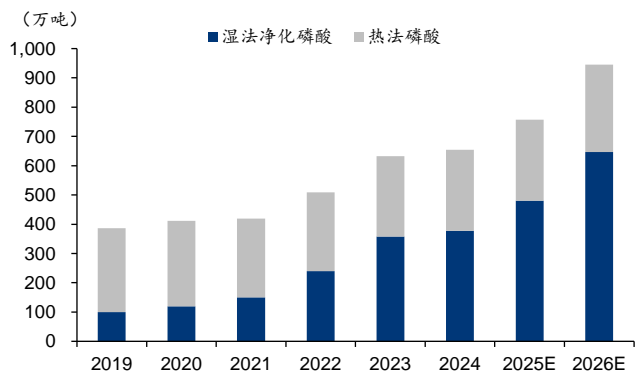
图表49: 2025 年全球磷酸下游消费结构



资料来源: Global growth insights, 华泰研究

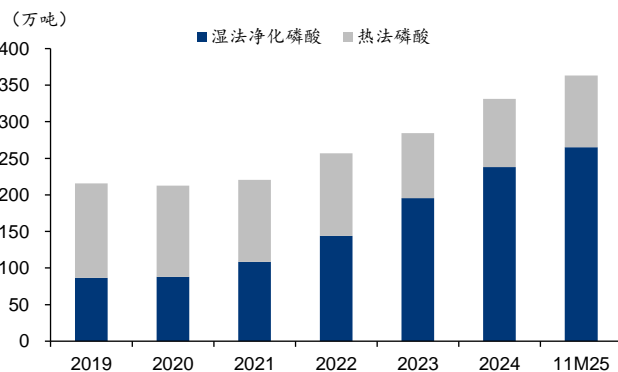
热法磷酸产能扩张受限, 湿法磷酸产能较快增长。据百川盈孚, 24 年我国磷酸产能/产量分别为 654/331 万吨, 近年呈现扩张趋势, 未来新增产能主要集中在 26 年, 24 年我国贵州磷化/金正大/湖北宜化/川恒股份产能占比为 56%/9%/8%/6%。磷酸制备工艺路线主要为湿法磷酸和热法磷酸, 黄磷为热法磷酸工艺路线的重要中间体。伴随我国黄磷生产门槛以及制造成本提高, 具有能耗和成本优势的湿法磷酸正逐步替代热法磷酸。湿法净化磷酸价格自 22 年下半年来有所下跌, 主要系新产能逐渐释放等原因, 25Q4 以来磷酸在原料价格支撑下小幅回升。

图表50: 湿法净化磷酸与热法磷酸产能



资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

图表51: 湿法净化磷酸与热法磷酸产量



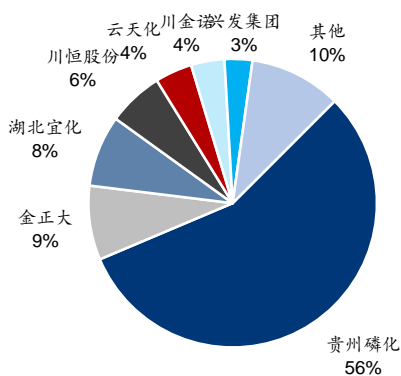
资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

图表52: 湿法磷酸与热法磷酸对比

制备工艺	工艺介绍	优点	缺点
湿法磷酸	用无机酸分解磷矿石, 分离出粗磷酸, 经净化后制得磷酸	设备简单, 能耗较小, 生产成本低	磷矿石品位要求较高, 且产品杂质较多
热法磷酸	将磷矿石混合焦炭和硅石在高温中炼制得到黄磷, 经氧化、水化等得到磷酸	磷矿石品位要求较低, 且产品浓度高、质量好	能耗高、生产成本高昂、生产过程中产生的黄磷尾气难以处理

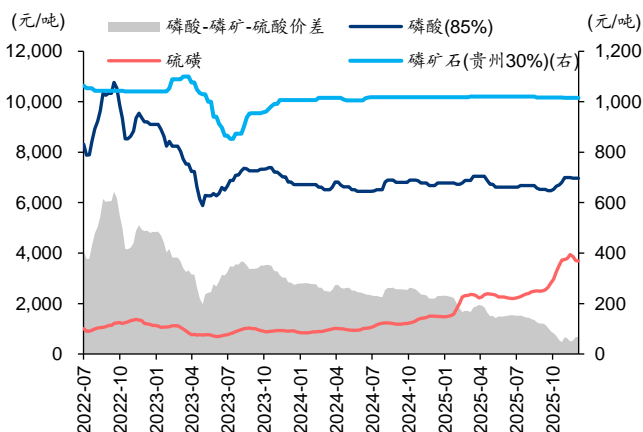
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表53: 2024 年国内磷酸竞争格局



资料来源: Wind, 百川盈孚, 华泰研究

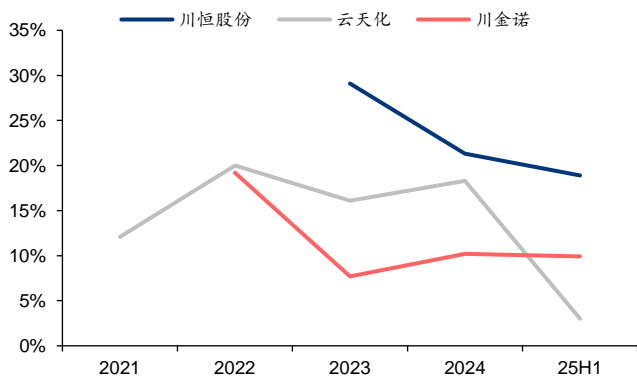
图表54: 湿法净化磷酸价格价差情况



资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

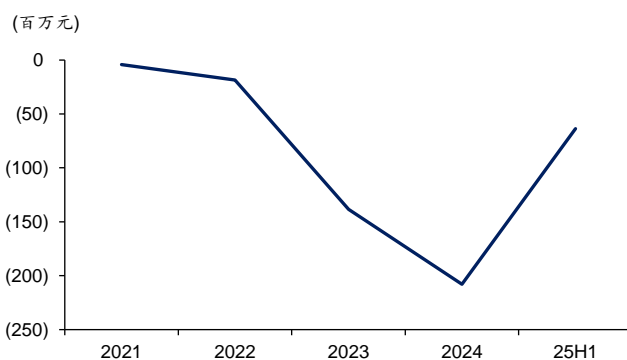
公司湿法磷酸具备成本优势, 广西基地面向出口市场。湿法磷酸工艺包括二水法、半水法、半水-二水法, 其中二水法是应用最早和最广泛的工艺, 据磷复肥协会, 24 年二水法工艺约占湿法磷酸总产能 80%, 具备对原料磷矿品位要求不高、工艺流程短等优势, 但所产磷酸浓度低。半水法是可直接生产浓磷酸的一步法工艺, 减少了料浆过滤步骤, 可生产高浓度磷酸。此外, 公司的广西基地主要面向磷酸出口市场, 出口价格较国内有一定优势, 且伴随产销提高, 净利润后续有望扭亏。25H1 川恒股份(半水法)/川金诺(半水-二水法)/云天化(二水法)磷酸毛利率分别为 19%/10%/3%, 川恒股份的半水法成本优势叠加出口利润率优势使其毛利率较同行处于较好水平。

图表55: 主要磷化工企业磷酸业务毛利率对比



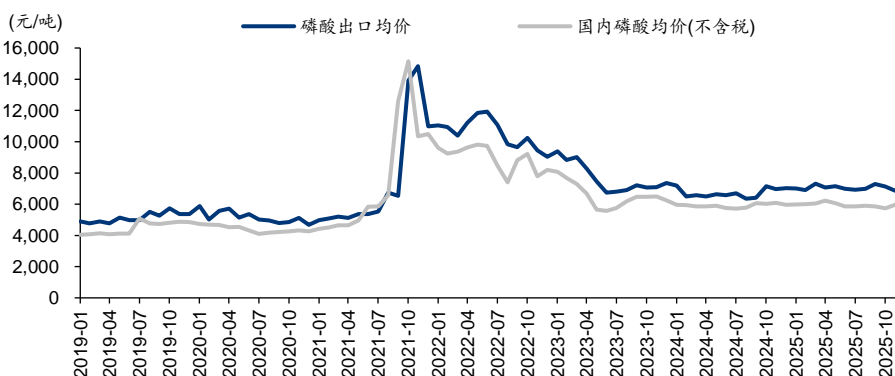
资料来源: Wind, 华泰研究

图表56: 川恒股份子公司广西鹏越的净利润变化



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表57: 磷酸内外销价格对比

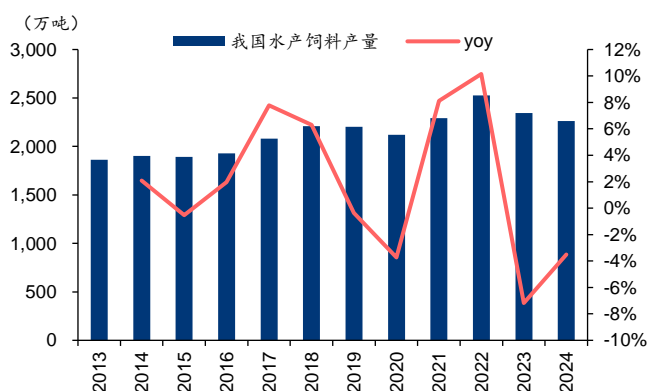


资料来源: 海关总署, 百川盈孚, 华泰研究

磷酸二氢钙：国内外饲料产量提高支撑需求侧，公司具备技术及品牌优势

饲料级磷酸二氢钙是一种高效、优良的磷酸盐类饲料添加剂，用于补充水产动物和禽畜所需的磷、钙等矿物质营养元素，是目前生物学效价最高的一种饲料级磷酸钙盐，在国内市场主要用作水产饲料添加剂，少部分用作禽畜幼崽饲料添加剂，在国外市场则是主流磷酸钙盐添加剂，广泛用于水产饲料和禽畜饲料。国内外用途有所差别主因饲料级磷酸二氢钙（MCP）的优良特性在国外更早受到行业关注并已形成广泛共识，且其与饲料级磷酸氢钙（DCP）的价格差距小，而国内禽畜饲料市场中使用饲料级磷酸氢钙则已成为行业习惯，但从性价比和生物学效价来看磷酸二氢钙是最优方案之一，未来渗透率有望提高。由于国内饲料总产量规模刚性较好，以及磷酸二氢钙在禽畜饲料领域替代需求逐步释放，磷酸二氢钙市场规模有望稳步扩大。

图表58：我国水产饲料产量



资料来源：中国饲料工业协会，华泰研究

图表59：我国饲料总产量



资料来源：国家统计局，华泰研究

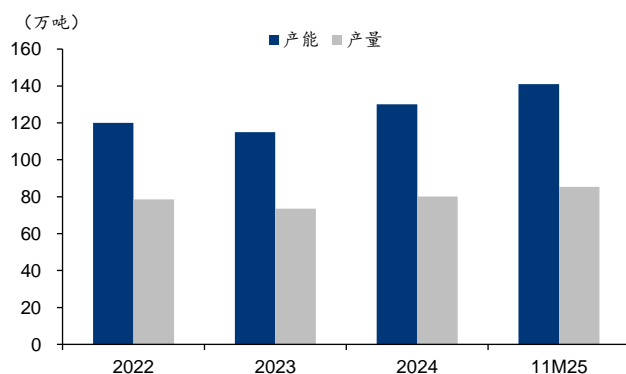
我国磷酸二氢钙出口较多，伴随全球饲料产量持续增长，未来出口量有望继续攀升。供给方面，据百川盈孚，25年国内磷酸二氢钙产能为141万吨，且行业未来新增产能较小。25年1-11月国内产量为85万吨，同比+17%，主要系国内外需求侧拉动。磷酸二氢钙国内外竞争格局较为集中，25年川恒股份/贵州磷化/天宝动物营养/中化云龙/川金诺/云天化产能占比分别为36%/21%/18%/11%/7%/7%，海外企业中，欧洲企业 Roullier 下属 Phospea 公司为全球第一大饲料级磷酸二氢钙生产企业，PhosAgro 为俄罗斯最大的磷酸盐生产企业。磷酸二氢钙价格自22年下半年有所下跌，主要系水产饲料景气有所走弱等原因，近期在下游景气向好、原料价格支撑下有所回升。

图表60：全球饲料产量



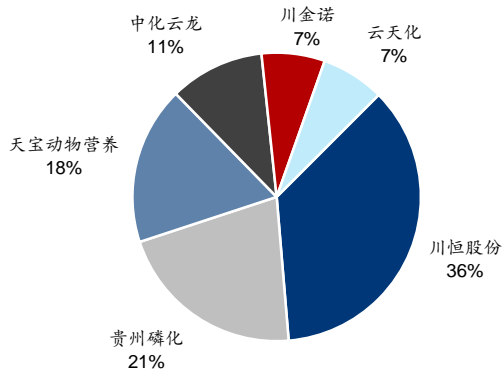
资料来源：奥特奇年度饲料调查报告，华泰研究

图表61：我国磷酸二氢钙产能及产量



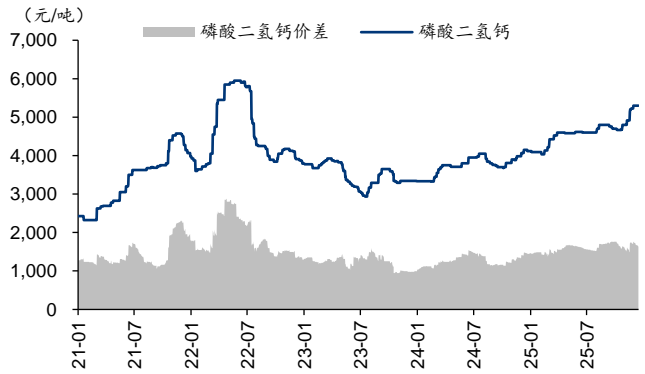
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表62：2024 年国内磷酸二氢钙竞争格局



资料来源：Wind，百川盈孚，华泰研究

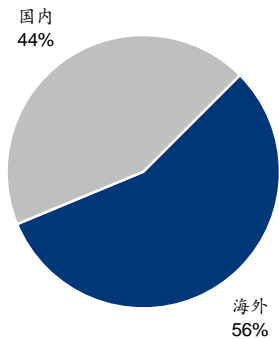
图表63：我国磷酸二氢钙价格价差情况



资料来源：百川盈孚，华泰研究

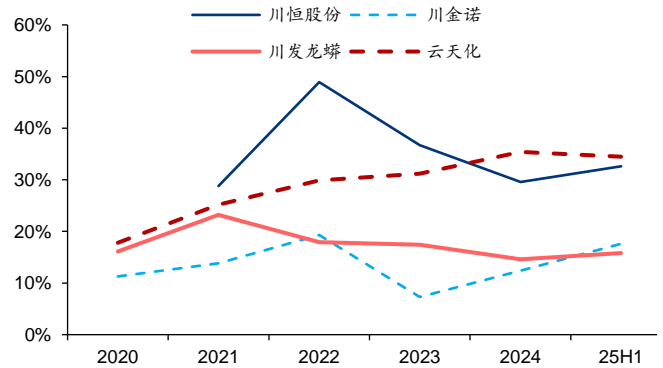
川恒股份作为国内龙头企业，“小太子”牌饲料级磷酸二氢钙已成为国内行业第一品牌，公司自 13 年推广出口品牌“Chanphos”并在亚太地区成为行业知名品牌。22 年公司销量 56% 用于出口，主要分布在东南亚地区，伴随南美、南亚、北非等地使用意识不断提高，未来市场空间将持续扩大。川恒股份依托半水磷酸技术优势，公司的饲料级磷酸二氢钙生产过程中磷收率可达 95% 以上，具备生产效率高、产品质量好、能耗较低、三废排放较少等优点。据 Wind，25H1 川恒股份/云天化/川金诺/川发龙蟒饲料级磷酸钙盐毛利率分别为 33%/35%/18%/16%。

图表64：2022 年川恒股份磷酸二氢钙不同地区销量占比



资料来源：Wind，贵州省工业和信息化厅，华泰研究

图表65：国内饲料级磷酸钙盐企业毛利率情况



注：川恒股份为饲料级磷酸二氢钙，川金诺为饲料级磷酸盐，川发龙蟒为饲料级磷酸氢钙，云天化为饲料级磷酸钙盐

资料来源：Wind，华泰研究

首次覆盖川恒股份，给予“买入”评级

(一) 主营业务量价假设

1) 磷矿石：2022 年以来，国内外磷矿新增供给较少，叠加下游磷肥刚需支撑以及新能源对磷需求亦大幅增加，公司外售磷矿石价格逐步提升。由于国内磷矿新产能投放节奏仍较慢，且海外磷矿企业因资本开支减少导致新矿稀少，需求端则受磷肥和磷酸铁锂支撑，供需支撑下磷矿价格有望保持高位。据图表 24，我们预计 25-27 年全球磷矿有部分供需缺口，因此预计 25-27 年公司磷矿石外售价格为 820/820/820 元/吨，同比+3%/0%/0%。因采矿的安全和环保生产要求趋严，采矿成本或小幅增加，预计 25-27 年公司磷矿成本 150/150/180 元/吨。公司 25 年新增老虎洞磷矿的工程矿量，且 27 年有望新增鸡公岭和老寨子磷矿的工程矿量，因此预计 25-27 年公司磷矿外销量 99/99/123 万吨，同比+46%/0%/+24%。

2) 磷酸铁：2024 年由于行业供给宽松致磷酸铁价格大幅回落，25H2 受全球储能增长预期带动，磷酸铁价格有所回暖。基于我们对磷酸铁行业开工率上升至 60-70% 的预期，我们认为未来 1-2 年磷酸铁有望因供需趋紧助力价格复苏，因此预计 25-27 年磷酸铁价格 10000/11000/11000 元/吨，同比+8%/+10%/0%。成本方面，由于钛白粉副产硫酸亚铁涨价，以及磷酸、工铵价格有望在磷矿成本驱动下上升，我们预计 25-27 年磷酸铁成本 8331/9245/9233 元/吨。下游新能源需求复苏，有望助力公司产能利用率提高，预计 25-27 年公司磷酸铁销量 8/11/12 万吨，同比+102%/+38%/+9%。

3) 磷酸一铵：公司一铵产品主要为消防级，平均售价介于肥料级和工业级之间并受工业级一铵价格影响。由于新能源景气度变化以及国内新产能投产，一铵价格在 23 年下跌后于 24 年回升。我们认为未来新能源需求有望支撑工铵价格改善，预计 25-27 年公司一铵价格为 4941/5500/5600 元/吨，同比+12%/+11%/+2%。成本方面，由于 25 年硫磺价格抬升后或中长期处于高位，预计 25-27 年公司一铵成本为 2297/2302/2294 元/吨。预计 26 年新能源景气复苏，公司一铵出货量有望小幅增长，预计 25-27 年一铵销量 28.6/31.2/31.2 万吨，同比+8%/+9%/0%。

4) 磷酸、磷酸二氢钙：公司磷酸/二氢钙价格主要受成本端磷矿、硫酸/硫磺价格影响，23 年磷矿回落后产品价格下跌，24 年逐步回暖。由于磷酸是磷酸铁、工铵的重要原料，新能源景气度亦有望支撑磷酸价格小幅回升，我们预计 25-27 年公司磷酸价格为 6100/6200/6300 元/吨，同比+3%/+2%/+2%，预计磷酸二氢钙价格为 4261/4600/4700 元/吨，同比+9%/+8%/+2%。成本方面，由于 25 年后磷矿价格或中长期处于高位，预计 25-27 年磷酸成本 5076/5076/5049 元/吨，磷酸二氢钙成本 2928/2928/2907 元/吨。饲料需求刚性下，公司磷酸/磷酸二氢钙有望保持满产，预计 25-27 年磷酸销量 36/36/36 万吨，同比+14%/0%/0%，磷酸二氢钙销量 43/43/43 万吨，同比+17%/0%/0%。


图表66：公司主要业务产销和单价成本假设

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
磷矿石					
分部收入 (百万元)	579.23	542.65	811.80	811.80	1008.60
单价 (元/吨)	752	799	820	820	820
yoy	14%	6%	3%	0%	0%
成本 (元/吨)	132	148	150	150	180
毛利率	82.5%	81.4%	81.7%	81.7%	78.0%
yoy	16.7pct	-1.1pct	0.3pct	0.0pct	-3.7pct
销量 (万吨)	75	68	99	99	123
yoy	13%	-10%	46%	0%	24%
分部毛利 (百万元)	479.96	441.79	663.3	663.3	787.2
磷酸铁					
分部收入 (百万元)	306.56	364.78	800.00	1210.00	1320.00
单价 (元/吨)	12249	9220	10000	11000	11000
yoy		-25%	8%	10%	0%
成本 (元/吨)	7548	7784	8331	9245	9233
毛利率	38.4%	15.6%	16.7%	16.0%	16.1%
yoy		-22.8pct	1.1pct	-0.7pct	0.1pct
销量 (万吨)	2.50	3.96	8	11	12
yoy		58%	102%	38%	9%
分部毛利 (百万元)	117.66	56.82	133.55	193.05	212.04
磷酸一铵					
分部收入 (百万元)	931.83	1176.11	1413.06	1716.00	1747.20
单价 (元/吨)	4053	4421	4941	5500	5600
yoy	-14%	9%	12%	11%	2%
成本 (元/吨)	2598	2292	2297	2302	2294
毛利率	35.9%	48.2%	53.5%	58.1%	59.0%
yoy	-3.4pct	12.3pct	5.3pct	4.6pct	0.9pct
销量 (万吨)	23.0	26.6	28.6	31.2	31.2
yoy	42%	16%	8%	9%	0%
分部毛利 (百万元)	334.60	566.44	756.08	997.71	1031.53
磷酸					
分部收入 (百万元)	848.58	1872.22	2196.00	2232.00	2268.00
单价 (元/吨)	5605	5947	6100	6200	6300
yoy	-37%	6%	3%	2%	2%
成本 (元/吨)	3971	4680	5076	5076	5049
毛利率	29.1%	21.3%	16.8%	18.1%	19.9%
yoy	-2.1pct	-7.8pct	-4.5pct	1.3pct	1.7pct
销量 (万吨)	15	31	36	36	36
yoy	432%	108%	14%	0%	0%
分部毛利 (百万元)	247.36	398.84	368.55	404.55	450.54
磷酸二氢钙					
分部收入 (百万元)	1202.60	1444.99	1847.34	1994.10	2037.45
单价 (元/吨)	3760	3902	4261	4600	4700
yoy	-23%	4%	9%	8%	2%
成本 (元/吨)	2381	2747	2928	2928	2907
毛利率	36.7%	29.6%	31.3%	36.3%	38.1%
yoy	-12.2pct	-7.1pct	1.7pct	5.1pct	1.8pct
销量 (万吨)	32	37	43	43	43
yoy	0%	16%	17%	0%	0%
分部毛利 (百万元)	441.19	427.75	577.85	724.62	777.14

资料来源：公司公告和年报，华泰研究预测

(二) 期间费用率假设

公司历史的销售费用率和研发费用率较为稳定。由于 25H1 公司实行新一轮股权激励，或使管理费用率有所提升，预计 25-27 年公司管理费用率为 4.5%/4.2%/4.2%。财务费用方面，公司近年来现金流较好，且新磷矿项目开支较为平稳，有望逐步偿还债务并维持较低的财务费用规模。

图表67：盈利预测简表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4319.5	5905.7	7618.2	8513.9	8931.3
磷矿石	579.2	542.7	811.8	811.8	1008.6
磷酸一铵	931.8	1176.1	1413.1	1716.0	1747.2
磷酸二氢钙	1202.6	1445.0	1847.3	1994.1	2037.5
磷酸	848.6	1872.2	2196.0	2232.0	2268.0
磷酸铁	306.6	364.8	800.0	1210.0	1320.0
其他业务	450.7	504.9	550.0	550.0	550.0
营业成本 (百万元)	2633.26	3949.25	5036.4	5448.2	5590.3
磷矿石	101.4	100.9	148.5	148.5	221.4
磷酸一铵	597.2	609.7	657.0	718.3	715.7
磷酸二氢钙	761.4	1017.2	1269.5	1269.5	1260.3
磷酸	601.2	1473.4	1827.5	1827.5	1817.5
磷酸铁	188.9	308.0	666.5	1017.0	1108.0
其他业务	383.1	440.2	467.5	467.5	467.5
毛利率	39.0%	33.1%	33.9%	36.0%	37.4%
磷矿石	82.5%	81.4%	81.7%	81.7%	78.0%
磷酸一铵	35.9%	48.2%	53.5%	58.1%	59.0%
磷酸二氢钙	36.7%	29.6%	31.3%	36.3%	38.1%
磷酸	29.1%	21.3%	16.8%	18.1%	19.9%
磷酸铁	38.4%	15.6%	16.7%	16.0%	16.1%
其他业务	15.0%	12.8%	15%	15%	15%
期间费用率					
销售费用率	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用率	5.7%	4.2%	4.5%	4.2%	4.2%
研发费用率	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
财务费用率	3.0%	1.7%	0.6%	0.5%	0.5%
归母净利润 (百万元)	766.4	956.5	1310.21	1621.08	1800.47
yoy	1.1%	24.8%	37.0%	23.7%	11.1%
EPS-期末股本摊薄 (元/股)	1.41	1.76	2.16	2.67	2.96

资料来源：公司公告和年报，华泰研究预测

我们预计公司 25-27 年归母净利润 13.1/16.2/18.0 亿元，同比+37%/+24%/+11%，对应 EPS 为 2.16/2.67/2.96 元。我们选取拥有与公司规模相当的磷矿石、非化肥用途磷化工品等相同业务的云天化、湖北宜化、兴发集团、川发龙蟒作为可比公司。参考可比公司 26 年 Wind 一致预期平均 19xPE，给予川恒股份 26 年 19xPE，目标价 50.73 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表68：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		EPS (元)			P/E (x)		
		1月23日	1月23日	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
云天化	600096 CH	37.66	687	3.13	3.26	3.38	12	12	11
湖北宜化	000422 CH	16.44	179	1.01	1.18	1.33	16	14	12
兴发集团	600141 CH	42.25	466	1.71	2.08	2.45	25	20	17
川发龙蟒	002312 CH	12.74	240	0.34	0.42	0.50	38	30	26
平均							23	19	17

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

在建项目进度较慢：

公司主要在建项目为老虎洞磷矿、鸡公岭磷矿、老寨子磷矿等，预计于 28-29 年投产。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，可能对公司未来的业绩成长性产生不利影响。

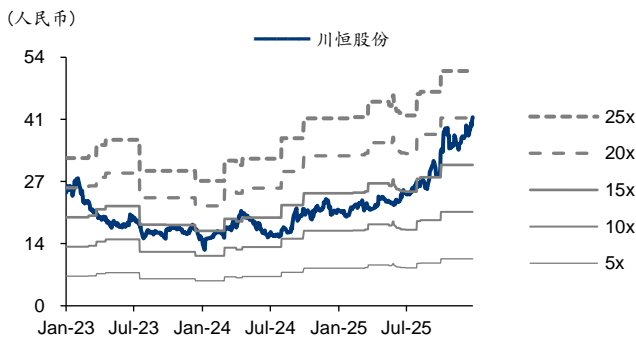
磷矿新产能集中释放：

我们对于磷矿高景气的假设之一是全球磷矿产能增速较慢，需求高增速下整体供需趋紧。若磷矿新产能在短期集中释放，或导致行业供需紧平衡局面被打破，磷矿价格下跌，对公司业绩产生不利影响。

新能源需求不及预期：

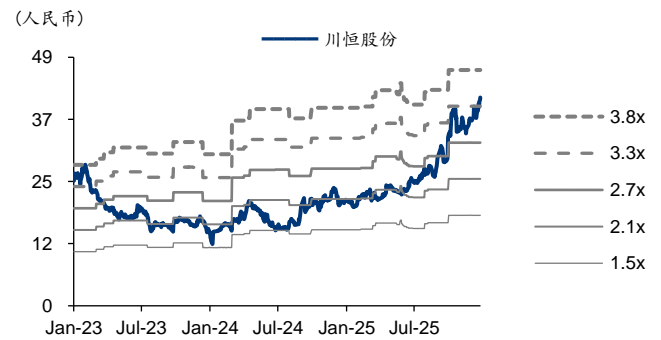
磷酸、磷酸一铵、磷酸铁等公司主要产品未来的涨价动力来自新能源需求。我们对公司未来业绩预期也主要基于新能源需求增速较快，若未来新能源需求增长不及预期，可能对公司未来业绩带来不利影响。

图表69：川恒股份 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表70：川恒股份 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, 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2026年华泰证券股份有限公司