

基础化工 | 行业深度研究报告

证券研究报告

2025/7/6

云南磷化工产业：

资源优势明显，积极推进高效高值利用

证券分析师：	王亮
分析师登记编号：	S1190522120001
证券分析师：	王海涛
分析师登记编号：	S1190523010001

报告摘要

磷资源高效高值利用、提质增效成为行业发展趋势。

- 我国磷矿资源丰富，磷化工产业体系完整，是全球最大的磷矿石、磷化学品生产国；但也面临磷矿综合利用水平偏低、资源可持续保障能力不强、磷化工绿色发展压力较大、磷化学品供给结构性矛盾突出等问题，制约产业高质量发展。实现磷资源高效高值利用，增强全产业链竞争优势，已经成为行业发展趋势。

云南省磷矿资源丰富，区位优势明显，积极推进产业链一体化。

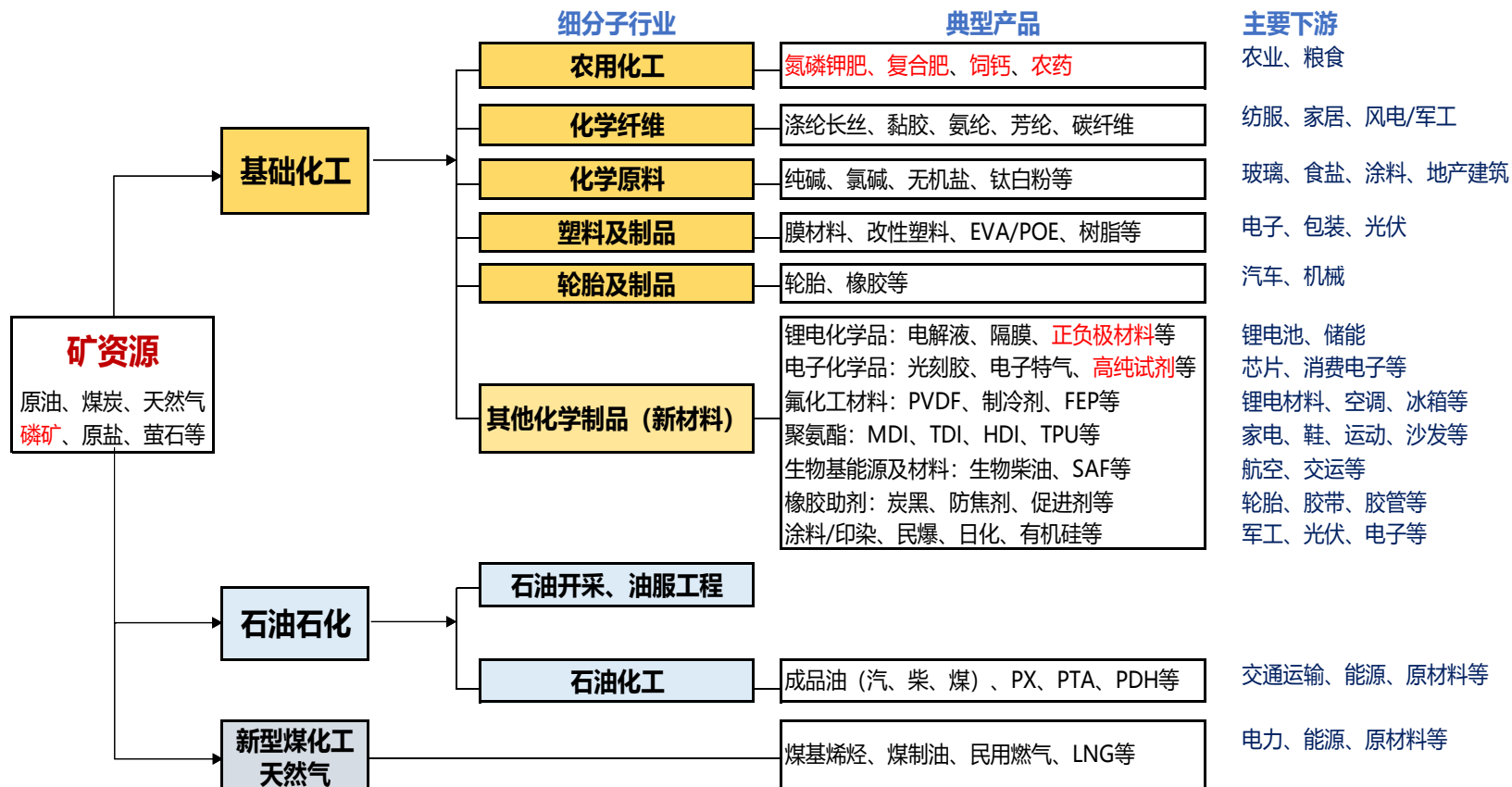
- 云南作为我国磷矿资源富集区和磷化工产业重镇，2024年全国磷矿石总产量1.14亿吨，云南磷矿石产量达2880万吨，约占全国25%；同时可有效辐射东南亚，资源优势、区位优势明显。
- 产业内公司在磷矿石、磷肥、磷酸、农药的基础上，积极拓展饲钙、磷酸铁锂、六氟磷酸锂等高附加值新材料产品，优化产业结构，推进磷矿石-磷化工-精细化工材料的产业链一体化。

风险提示：产能过剩、产品价格大幅下跌的风险；下游需求不及预期的风险；项目进度不及预期、安全及环保风险等。

目录

一、磷化工产业链简介：磷矿石价格维持高景气度.....	5
二、磷矿石下游需求：磷肥稳定，新材料带来增量.....	10
三、云南省磷化工情况及相关公司.....	21
四、风险提示.....	26

图表1：化工&新材料产业链上下游概览



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

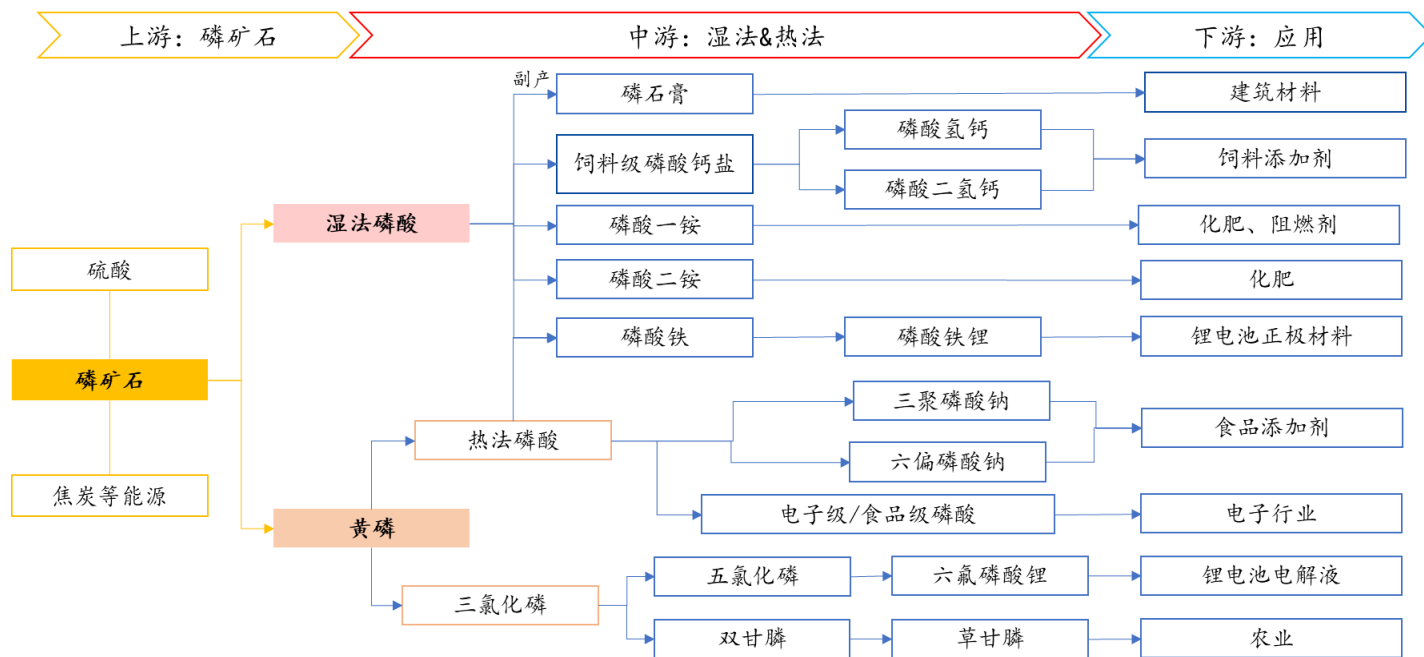
目录

一、磷化工产业链简介：磷矿石价格维持高景气度.....	5
二、磷矿石下游需求：磷肥稳定，新材料带来增量.....	10
三、云南省磷化工情况及相关公司.....	21
四、风险提示.....	26

一、磷化工产业链简介

► **磷化工产业链：**磷化工是基础化工的重要分支，以磷矿石为主要原料，通过化学加工方法将磷矿石转化为各种含磷产品的工业领域。其产品包括磷酸、磷肥、农药、磷酸盐等，下游广泛应用于农业、食品、洗涤剂、电子等多个领域，在国民经济中占据重要地位。

图表2：磷化工产业链



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

1.1 磷矿石：磷化工产业的源头

► **磷矿石简介：**磷矿石是含磷的矿石，多产于沉积岩、变质岩和火成岩，按 P_2O_5 含量划分为不同品类。全球磷矿资源分布不均，根据USGS数据，2022年全球磷矿石储量约720亿吨，其中摩洛哥和西撒哈拉储量约500亿吨，全球占比近70%，中国储量排名世界第四，储量约19亿吨，占比不足3%。

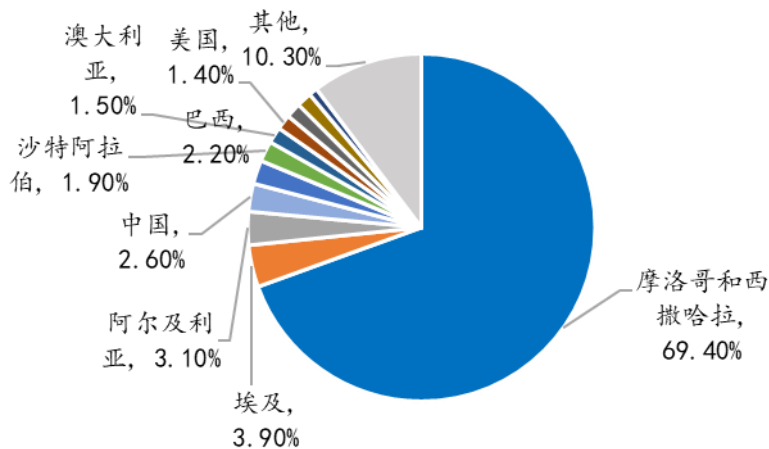
图表3：磷矿石品级划分及实物图片

磷矿石品级	P_2O_5 含量
I	>30
II	>25-30
III	>12-25



资料来源：百川盈孚，公开资料，太平洋证券研究院

图表4：全球磷矿石储量情况(2022年)

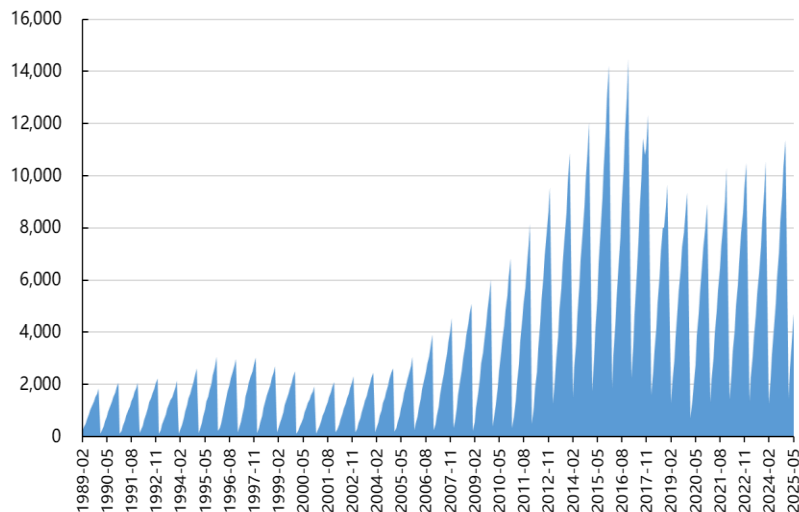


资料来源：立鼎产业研究网，USGS，太平洋证券研究院

1.2 磷矿石产量及消费情况

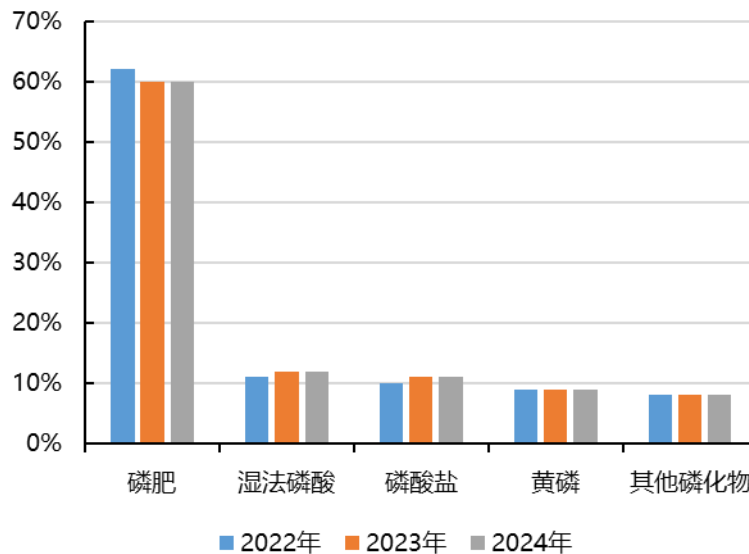
► **磷矿石产量及下游消费结构：**我国2024年磷矿石实际产量1.1352亿吨，2025年一季度全国磷矿石产量2595万吨。近年来，磷矿石下游主要去向磷肥、磷酸、黄磷及其他磷化工等。

图表5：我国磷矿石产量情况，万吨



资料来源：Wind，公开资料，太平洋证券研究院

图表6：近年磷矿石下游消费结构

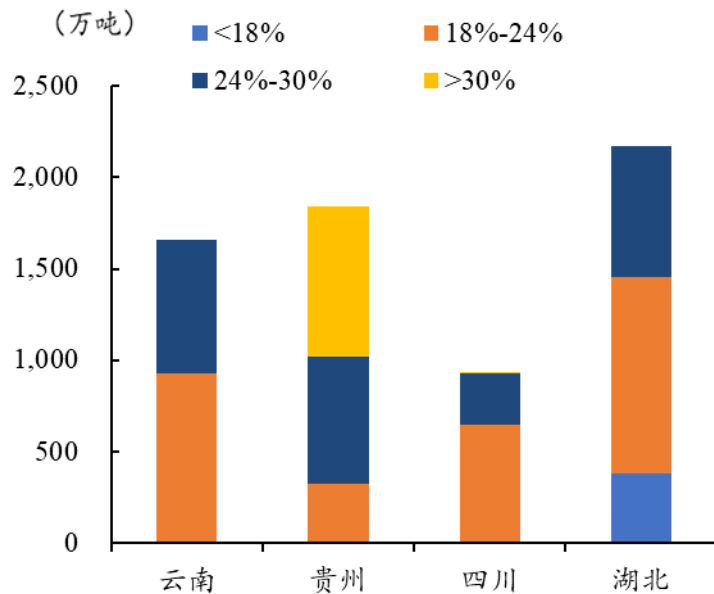


资料来源：百川盈孚，公开资料，太平洋证券研究院

1.3 我国各省磷矿石情况

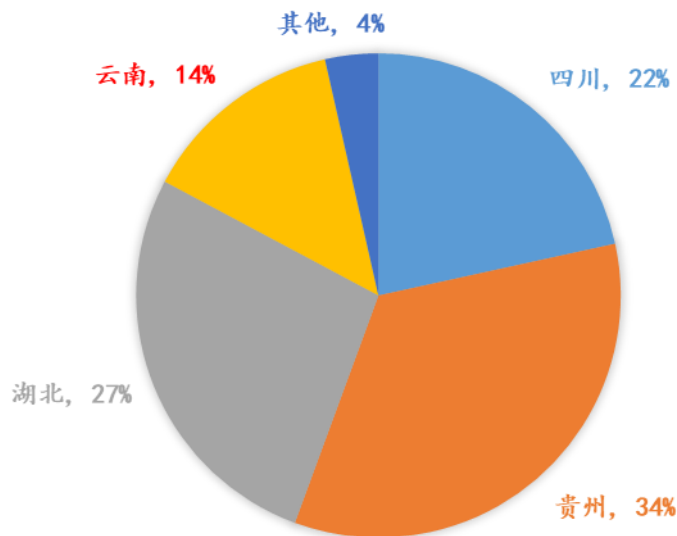
➤磷矿石以五氧化二磷(P_2O_5)的含量来划分品位，一般含五氧化二磷30%以上的称为富矿，20%以下的称为贫矿，在20-30%之间的称为中等品位的磷矿。截至2025年，我国磷矿产能达到1.9亿吨，但整体品位不高，仅为17%，可采储量的平均品位仅为23%，低于全球30%的平均水平。

图表7：我国各省磷矿出矿品位情况（2022年）



资料来源：百川盈孚，公开资料，太平洋证券研究院

图表8：中国磷矿石产能各省占比，截至2025年6月

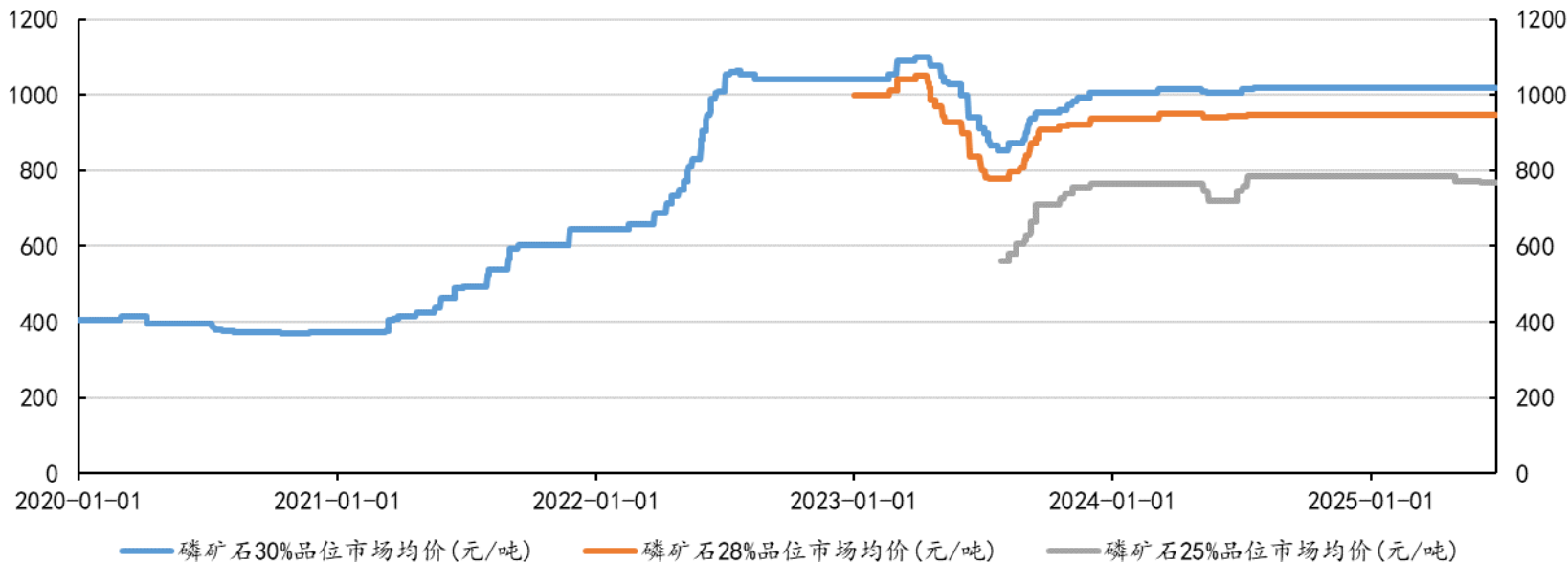


资料来源：中华人民共和国自然资源部，隆众资讯，太平洋证券研究院

1.4 磷矿石价格走势：维持高景气度

► **磷矿石价格：**2021年以来，磷矿石价格持续上行，2022年底磷矿石30%品味市场均价突破1000元/吨，至今价格基本保持稳定，维持高景气度。

图表9：近年磷矿石价格走势



资料来源：百川盈孚，公开资料，太平洋证券研究院

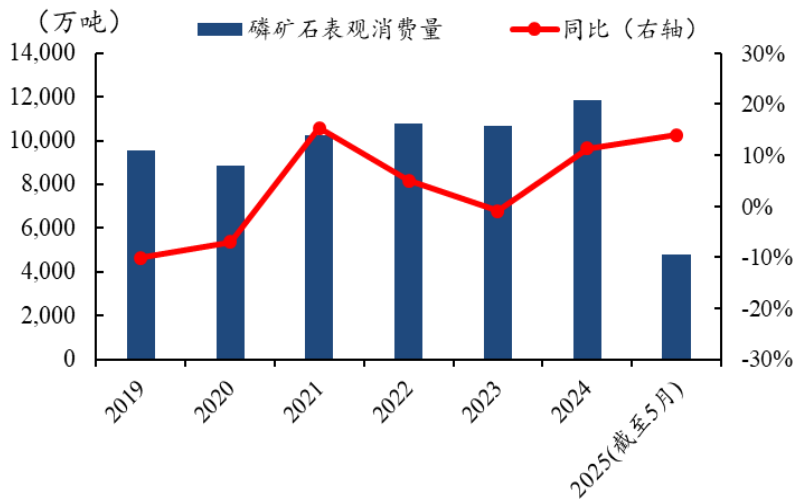
目录

一、磷化工产业链简介：磷矿石价格维持高景气度.....	5
二、磷矿石下游需求：磷肥稳定，新材料带来增量.....	10
三、云南省磷化工情况及相关公司.....	21
四、风险提示.....	26

二、磷矿石下游需求

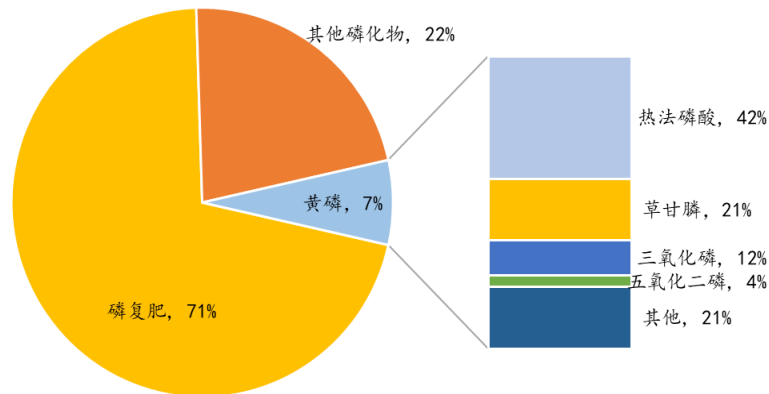
➤磷矿石近7成应用于磷肥，也可以用来制造黄磷、磷酸、以及其他磷酸盐类，广泛用于新能源、医药、食品、火柴、染料、制糖、陶瓷、国防等领域。近年来，随着农产品需求稳步推进，新能源领域需求快速提升，我国磷矿石表观消费量稳步增长，2024年达到1.19亿吨。

图表10：我国磷矿石消费量及增速



资料来源：百川盈孚，公开资料，太平洋证券研究院

图表11：磷矿石下游需求结构



资料来源：百川盈孚，公开资料，太平洋证券研究院

2.1 磷肥需求

- 磷肥是指以能够补充农作物磷元素的化肥，是含有磷元素化学肥料的统称。目前国内用量最大的磷肥为磷酸一铵和磷酸二铵，二者合计需求占比超八成。应用方面，磷酸一铵多和氮肥钾肥制作成复合肥使用，磷酸二铵直接使用。其它磷肥由于我国用量较少，主要用于出口。
- 磷酸一铵：无色透明正方晶系晶体，易溶于水，水溶液呈酸性。宜作饲料添加剂，高效复合肥料。
- 磷酸二铵：含氮、磷两种营养成分的复合肥。呈灰白色或深灰色颗粒，易溶于水。

图表12：磷肥分类情况

分类	特征	品种	含量
水溶性磷肥	可溶于水，主要成分是磷酸一钙，肥效比较快。通常用在各种土壤作物中，尤其在石灰性土壤以及中性土壤中效果较好。	过磷酸钙	14%-18%
		重过磷酸钙	42%-46%
		磷酸一铵	44%-52%
		磷酸二铵	42%-46%
枸溶性磷肥	又叫弱酸溶性磷肥，可溶于2%柠檬酸或中性柠檬酸铵或微碱性柠檬酸铵，主要成分是磷酸二钙。肥效相对较慢，更适用于酸性土壤。	钙镁磷肥	14%-19%
		钢渣磷肥	7%-17%
难溶性磷肥	仅溶于强酸的磷酸盐肥料，主要成分是磷酸三钙，适用于强酸性的土壤。施加后只能靠土壤里的酸性帮助溶解，变成能被作物利用的形态。肥效较慢，但后效长，适合在酸性土壤中做基肥。	沉淀磷肥	30%-42%
		磷矿粉	-
		骨粉	22%-33%

资料来源：百川盈孚，公开资料，太平洋证券研究院

图表13：磷酸一铵（左）与磷酸二铵（右）



资料来源：百川盈孚，公开资料，太平洋证券研究院

2.1 磷肥需求：生产“减量增效”，法检政策限制出口

- 自2007年我国实现磷肥国产替代以来，化肥行业的实际投资额、新开工项目数量以及新增产能均呈现出快速增长的态势，这导致国内化肥产能过剩的状况日益凸显，供大于求。
- 近年来国家进行供给侧改革，逐步清退了行业内的落后过剩产能，同时氮肥和磷肥新增产能相对受限，化肥行业产能严重过剩时代已经过去，行业格局有望持续优化。
- 2021年10月，我国对化肥等产品实施出口法检政策。在出口监管条例变化后，国内磷肥出口量出现大幅下降，国家农资农化供给保障工作取得明显成果。

图表14：磷肥生产利用及法检相关政策

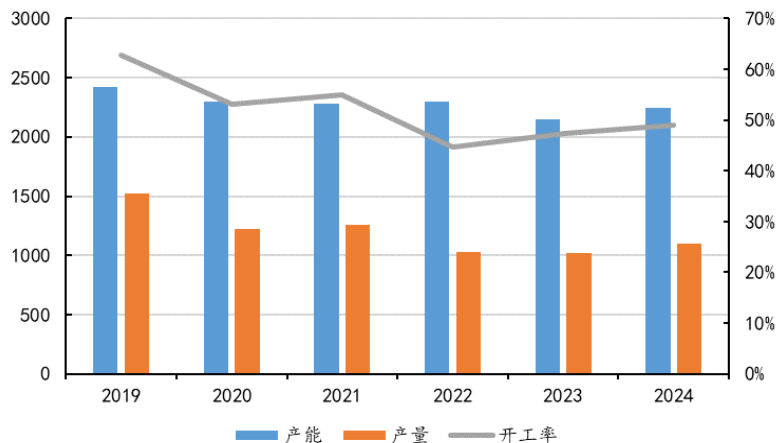
时间	文件名称	政策内容
2015年8月	《加快转变农业发展方式的意见》	坚持化肥减量提效、农药减量控害，建立健全激励机制，力争到2020年，化肥、农药使用量实现零增长，利用率提高到40%以上。
2015年9月	《到2020年化肥使用量零增长行动方案》	2015年到2019年，逐步将化肥使用量年增长率控制在1%以内；力争到2020年，主要农作物化肥使用量实现零增长。
2018年11月	-	力争到2020年化肥使用量实现负增长。
2021年11月	《“十四五”推进农业农村现代化规划》	深入开展测土配方施肥，持续优化肥料投入品结构，增加有机肥使用，推广肥料高效施用技术。
2022年1月	《磷铵行业节能降碳改造升级实施指南》	到2025年，磷铵行业能效标杆水平以上产能比例达到30%，能效基准水平以下产能低于30%。
2022年1月	《关于加快推动工业资源综合利用的实施方案》	推动磷肥生产企业强化过程管理，从源头提高磷石膏可资源化品质。
2022年4月	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	要严控磷铵、黄磷等行业新增产能，加快低效落后产能退出。
2021年10月	《中华人民共和国进出口商品检验法》	自2021年10月15日起，对包括磷酸氢二铵（配额内、配额外）、磷酸二氢铵、含有硝酸盐及磷酸盐的肥料、含氯磷钾元素的肥料等产品实施出口法检政策。

资料来源：公开资料，太平洋证券研究院

2.1 磷肥需求：产能产量趋稳

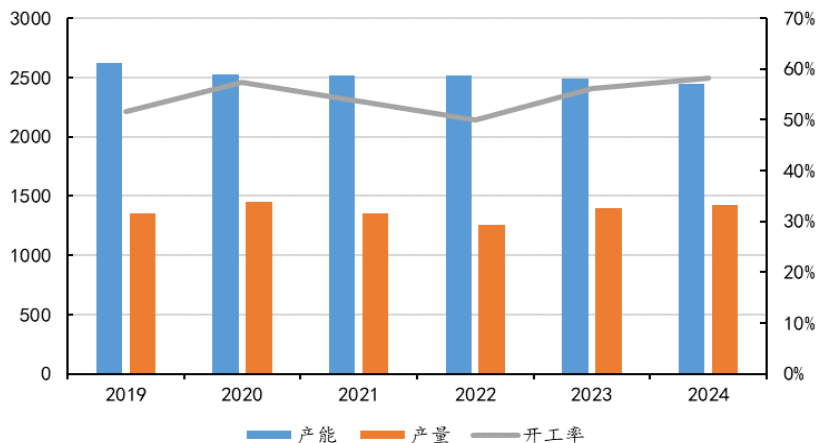
- 国家政策推动环保升级，促使部分能耗高、经营困难的落后产能企业关闭。同时，化肥相关的供给侧结构性改革持续推进，产能基本处于稳定状态。预计未来几年，环保不合规的企业将面临更多的停产、限产情况，市场集中度将进一步提升。在此背景下，化肥行业的“转型升级”将成为主导方向。
- 近三年来我国磷酸一铵和磷酸二铵产能和产量趋于稳定，开工率在50%附近波动。

图表15：我国磷酸一铵产能、产量、开工率，万吨



资料来源：百川盈孚，公开资料，太平洋证券研究院

图表16：我国磷酸二铵产能、产量、开工率，万吨

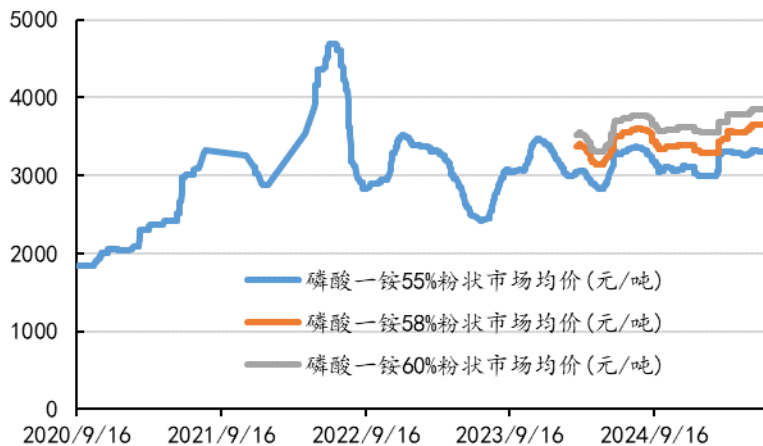


资料来源：百川盈孚，公开资料，太平洋证券研究院

2.1 磷肥需求情况：近期价格稳定

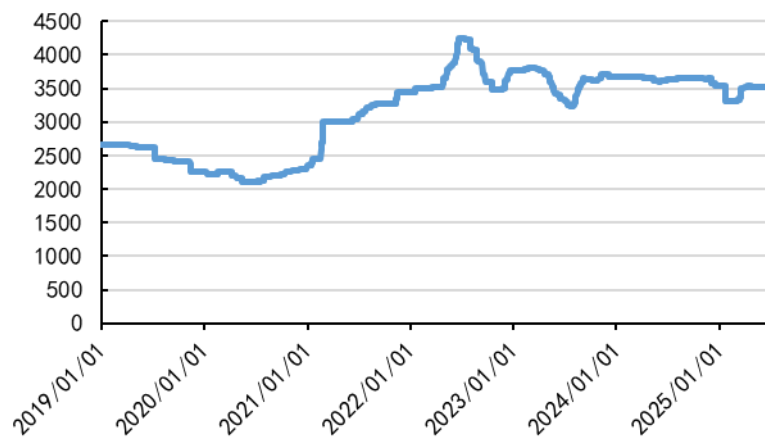
- 磷肥价格和粮食国际现货价格有较强的相关性，因为化肥是提高农作物产量的关键因素，其在农作物增产中贡献约40%-60%。
- 随着农产品价格上升，农民倾向于增加肥料施用量。2020年全球粮价上涨，主要受供应紧张、货币超发和干旱天气等因素影响。俄乌冲突加剧了农产品流通紧张的预期。全球粮食价格处于历史高位，粮价景气度有望延续。国际粮食安全意识增强，各国采取措施保障粮食供应。我国粮食基本自给自足，但对外依赖较高。为保障粮食及农资行业稳定，我国出台多项政策，包括减税降费、原材料供应支持、能源节约等，以及对农民提供农资补贴，以确保粮食生产和物流畅通。

图表17：磷酸一铵价格走势，元/吨



资料来源：百川盈孚，公开资料，太平洋证券研究院

图表18：磷酸二铵64%市场均价，元/吨



资料来源：百川盈孚，公开资料，太平洋证券研究院

2.2 草甘膦需求

- 草甘膦（N-膦酰基甲基甘氨酸）是一种高效、低毒、安全的除草剂，是全球市场规模最大的除草剂品种。其工作原理为抑制植物氮代谢酶（EPSPS 合酶）的活性，从而让植物死亡。而通过基因改造可以生产抗草甘膦的转基因作物，转入的基因可以让氮代谢酶增加 50 倍，从而抵消草甘膦的作用，农民能够杀死杂草而不杀死庄稼。随着上世纪 90 年代开始转基因抗草甘膦作物（大豆、棉花、油菜、玉米）的发展，草甘膦的用量逐年增加。
- 草甘膦是全球最大的除草剂品种，草甘膦除草剂市场份额为18%，第二的草铵膦就仅占全球市场的3%，其余农药占比较小。
- 草甘膦海外生产以IDA工艺为主导，而国内则是甘氨酸法占主导地位。甘氨酸法为我国沈阳化工研究院自主研制，国内甘氨酸法的产能占比为68%，IDA法生产草甘膦的产能占比为32%。
- 2020年起草甘膦价格快速上涨，且在2021年底达到最高值80500元/吨。主要原因是成本面，黄磷价格比前期高点略有回落，后又走高；甘氨酸等产品价格走高；供应面部分供应商检修且华东地区限电，导致国内生产商开工走跌。磷酸一铵和磷酸二铵价格价差在2022年初均达到最高值。综合黄磷、甘氨酸等产品价格来看，草甘膦生产商利润空间扩大。甘氨酸法、IDA法草甘膦价格价差峰值为48663.6元/吨、58401.9元/吨；价格价差后逐步回归2021年前的水平波动。

2.2 草甘膦需求

- 国家出台多项政策鼓励草甘膦等化肥农药的发展。2022年发布的《“十四五”全国农药产业发展规划》中指出，确保国家粮食安全需要农药稳定供给，并将草甘膦、乙草胺等除草剂列为适度发展的农药产业。草甘膦市场空间将进一步扩大。
- 全球转基因作物行业整体进入平稳发展期。随着全球转基因农作物渗透率的提升，全球市场对草甘膦的需求有望稳步增加。

图表19：主要国家转基因作物推广政策或管理模式

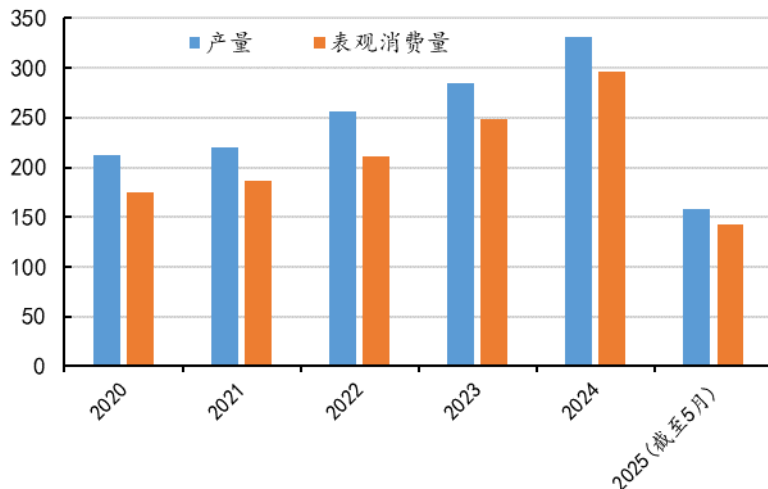
国家	政策或管理模式
中国	2021年，农业农村部种业司发布关于《农业农村部关于修改部分种业规章的决定（征求意见稿）》公开征求意见的通知；科教司发布关于《农业农村部关于修改〈农业转基因生物安全评价管理办法〉的决定（征求意见稿）》公开征求意见的通知。四部种业规章及条例分别为《主要农作物品种审定办法》、《农作物种子生产经营许可管理办法》、《农业植物品种命名规定》以及《农业转基因生物安全管理条例》。
阿根廷	2019年，阿根廷的转基因作物种植面积为2390万公顷，占全球的13%，批准了9项转基因技术申请，包括6个玉米转化体、2个棉花转化体和1个大豆转化体；2020年10月，阿根廷农业部批准Bioceres Crop Solutions的转基因小麦HB4可以食用或加工，并进行商业化种植。
美国	积极推进转基因方面的研发，对转基因食品采取宽松的监管政策，没有单独立法对转基因作物进行专门管理；监管生物工程技术产品的重要原则是实质等同原则，即转基因食品和非转基因食品没有区别。研发方面，公共部门提供前期基础研究，私营部门在产业开发方面占主导地位。
巴西	具备研发、生产及审批新型转基因作物的能力。2005年签署新的《生物安全法》，按照新法规，在巴西境内从事转基因生物及产品的研究、试验、生产、加工、运输、储藏、精英、进出口活动都应遵守法规规定。

资料来源：观研天下，立鼎产业研究，太平洋证券研究院

2.3 电子级磷酸、食品级磷酸

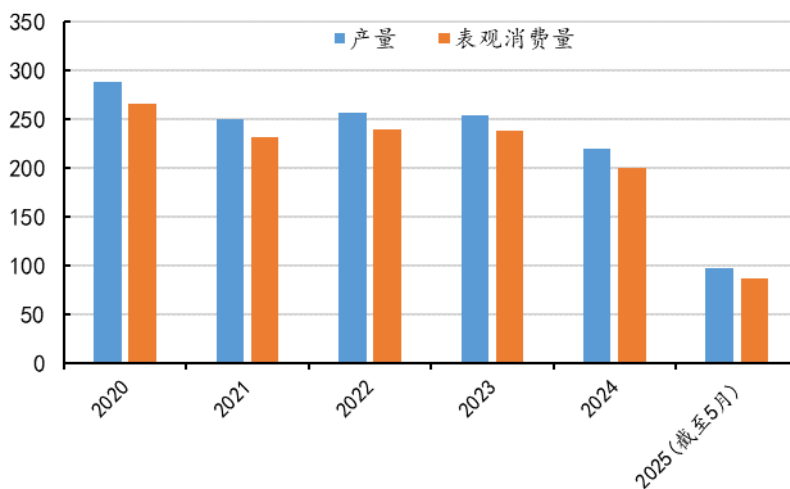
- 电子级磷酸属于高纯磷酸，广泛用于大规模集成电路、薄膜液晶显示器(TFT-LCD)等微电子工业，主要用于芯片的清洗和蚀刻，其纯度和洁净度对电子元器件的成品率、电性能及可靠性有很大影响。纯度较低的主要用于液晶面板部件的清洗，纯度较高的主要用于电子晶片生产过程的清洗和蚀刻。
- 食品级磷酸是一种廉价的酸味剂，它可以替代柠檬酸用于各种饮料的生产。食品磷酸又是生产食品级磷酸盐的基础原料，从食品磷酸出发，可以生产多系列、多品种的食品级磷酸盐类。

图表20：磷酸表观消费量，万吨



资料来源：百川盈孚，公开资料，太平洋证券研究院

图表21：磷酸氢钙表观消费量，万吨

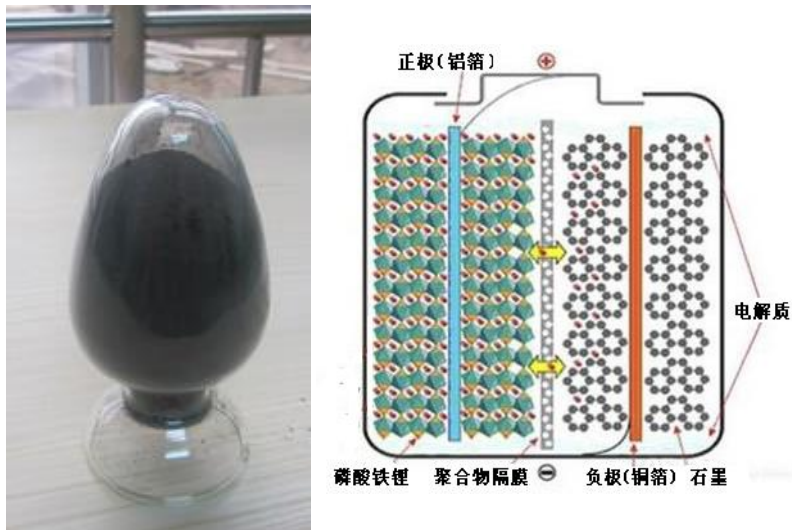


资料来源：百川盈孚，公开资料，太平洋证券研究院

2.4 磷酸铁锂需求

➤ 正极材料是决定锂离子电池性能的关键材料之一，也是目前商业化锂离子电池中主要的锂离子来源，其性能和价格对锂离子电池的影响较大，磷酸铁锂则是目前研制成功并得到应用的正极材料之一。磷酸铁锂用于锂离子电池时循环性能稳定，内阻小、发热少，故安全性好，能做到大电流充放电；且原材料来源广泛，价格便宜，环保无污染。

图表22：磷酸铁锂实物及电池结构示意图



资料来源：百川盈孚，公开资料，太平洋证券研究院

图表23：新能源汽车锂电池产业链

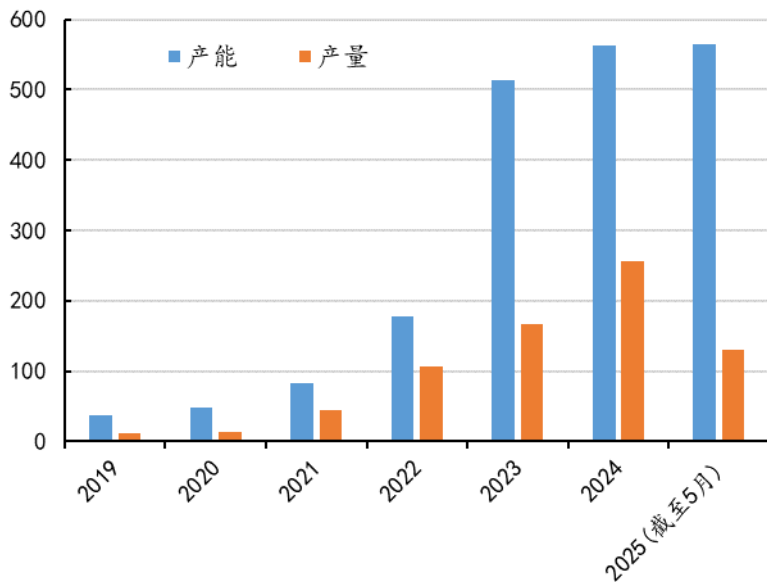


资料来源：公开资料，太平洋证券研究院

2.4 磷酸铁锂需求

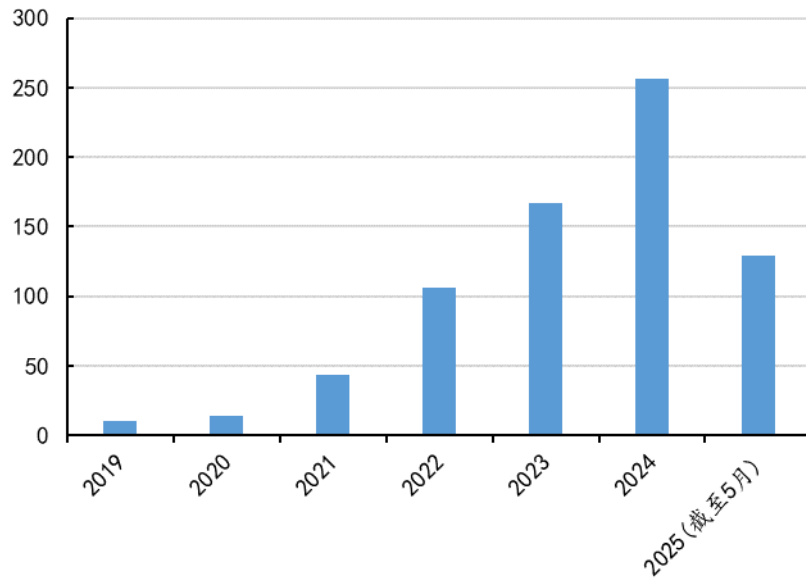
➤2022年年底新能源汽车购置补贴及上牌车辆补贴政策终止，下游需求增速放缓，企业开始重新争夺需求订单。2023年底，我国磷酸铁锂产能为508.7万吨，各地磷酸铁锂产能过剩态势明显，行业开工率为32.07%，较上期下降39个百分点；受2023年产能过剩影响，抢占市场份额的热度逐渐下降，2024年上半年磷酸铁锂产能增长率保持低位。

图表24：磷酸铁锂产能、产量情况，万吨



资料来源：百川盈孚，公开资料，太平洋证券研究院

图表25：磷酸铁锂消费量情况，万吨

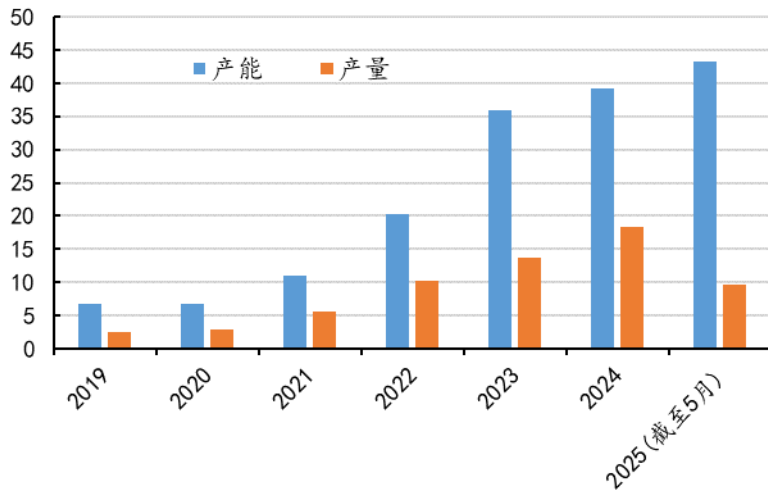


资料来源：百川盈孚，公开资料，太平洋证券研究院

2.5 六氟磷酸锂需求

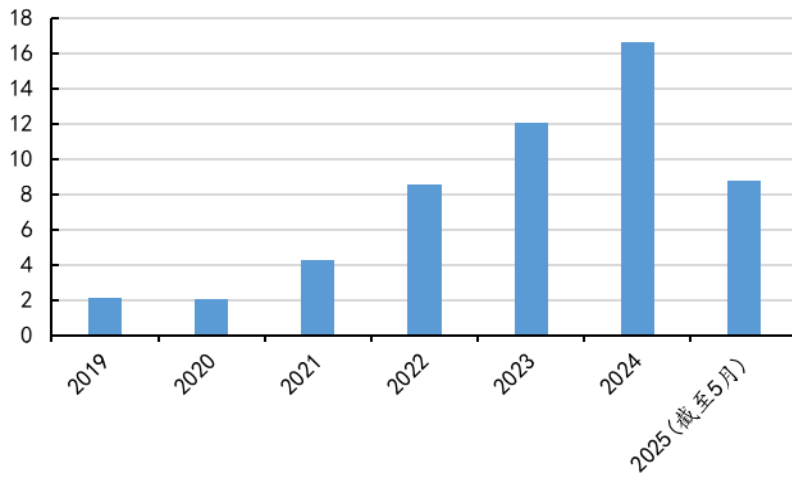
- 六氟磷酸锂是电解液成分最重要的组成部分，约占到电解液总成本的43%。作为锂离子电池电解质，六氟磷酸锂主要用于锂离子动力电池、锂离子储能电池及其他日用电池。
- 我国六氟磷酸锂产能常年居于世界首位。2022年至2023年得益于新能源市场爆发期，下游需求旺盛。2024年上半年锂电行业行情变化较大，呈现供大于求格局，但产能的扩张带动了磷酸需求。

图表26：我国六氟磷酸锂产能、产量，万吨



资料来源：百川盈孚，公开资料，太平洋证券研究院

图表27：我国六氟磷酸锂表观消费量，万吨



资料来源：百川盈孚，公开资料，太平洋证券研究院

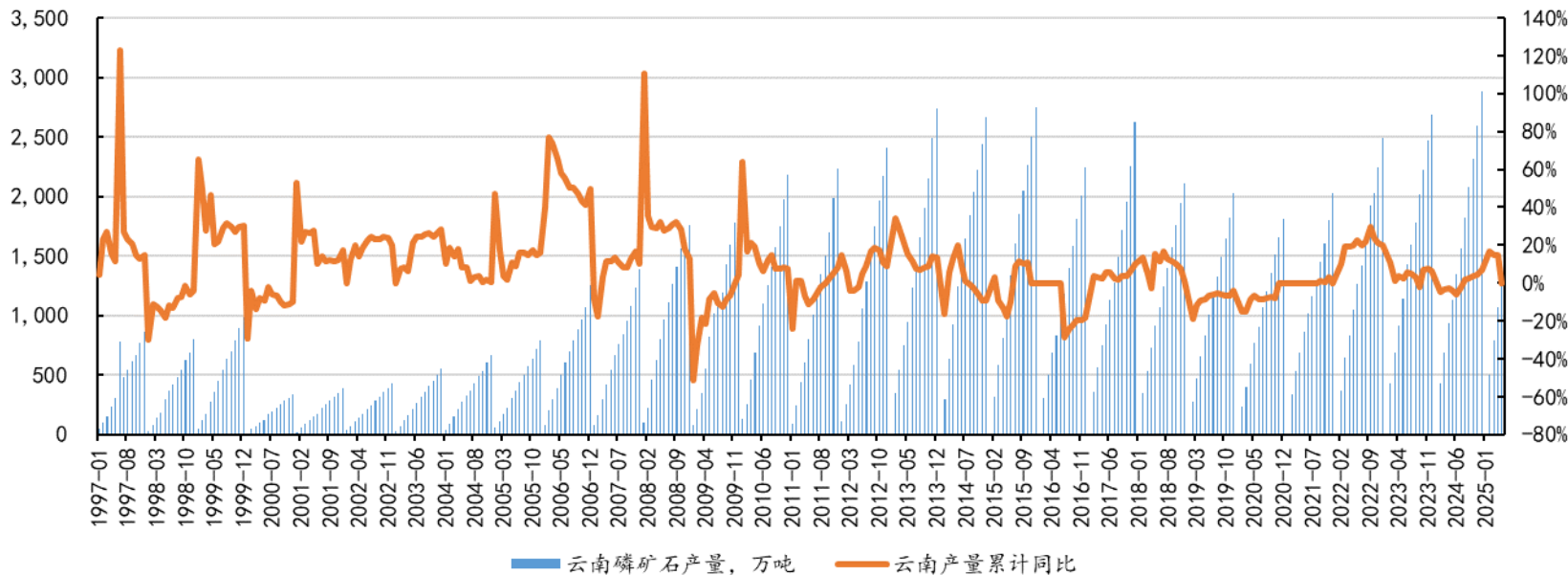
目录

一、磷化工产业链简介：磷矿石价格维持高景气度.....	5
二、磷矿石下游需求：磷肥稳定，新材料带来增量.....	10
三、云南省磷化工情况及相关公司.....	21
四、风险提示.....	26

三、云南省磷化工情况及相关公司

►云南作为中国磷矿资源富集区和磷化工产业重镇，2024年全国磷矿石总产量1.14亿吨，云南磷矿石产量达2880万吨，约占全国25%。

图表28：云南省磷矿石产量及增速情况，万吨



资料来源：Wind，公开资料，太平洋证券研究院

3.1 云天化

- **资源一体化优势明显，主营产品毛利率提升，2024年业绩稳健增长。**据2024年报，公司现有磷矿石产能1450万吨/年，是我国最大的磷矿采选企业之一，资源规模优势明显。2024年，公司主营产品磷肥、饲料价格分别为3388、3455元/吨，较上年的3249、3118元/吨同比上涨；复合肥、聚甲醛价格分别为3070、11566元/吨，较上年的3077、11652元/吨基本持平。主要原材料方面，硫磺、原料煤、燃料煤、合成氨的价格分别为1187、989、637、3206元/吨，较上年的1269、1132、725、3602元/吨均明显下降。磷肥、复合肥、聚甲醛、饲料毛利率分别为37.93%、14.36%、28.56%、35.37%，较上年分别增加4.97%、3.42%、2.68%、4.17%。
- **分红比例进一步提升，发布未来三年（2024-2026 年度）现金分红规划，拟注销回购股份，维护公司价值及股东权益。**据2024年年报，公司拟派发现金红利25.52亿元，占2024年归母净利润比例为47.86%，较上年的40.31%进一步提升。2025年1月24日，公司公告未来三年（2024-2026）现金分红的利润原则上不少于此三年度累计可分配利润总额的45%。此外，公司拟将回购专户持有的公司股份用途由“用于公司未来员工持股计划或股权激励”变更为“用于注销并减少注册资本”，进一步维护公司价值及股东权益，提高股东投资回报。
- **投资建议：**公司是磷矿石-磷肥-磷化工行业龙头，我们预计公司2025/2026/2027年归母净利润分别为55.45/57.46/58.29亿元，对应当前股价PE分别为7.30/7.04/6.94倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料、产品价格剧烈波动风险；行业产能过剩风险；不可抗力风险等。

图表29：云天化财务预测

资产负债表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6434	6937	10562	14372	19083
应收和预付款项	1518	1974	1941	1936	1924
存货	7545	6070	5978	5933	5888
其他流动资产	1815	1683	1593	1523	1447
流动资产合计	17311	16664	20075	23764	28342
长期股权投资	3515	3649	3783	3917	4052
投资性房地产	193	198	203	208	213
固定资产	22550	20626	18867	16913	14626
在建工程	1486	2196	2035	1921	1345
无形资产开发支出	4565	4789	5034	5258	5462
长期待摊费用	1169	1452	1452	1452	1452
其他非流动资产	19093	18570	21955	25616	30138
资产总计	52571	51480	53328	55286	57288
短期借款	5883	4069	4069	4069	4069
应付和预收款项	4399	5109	5032	4994	4957
长期借款	11180	9449	7718	5987	4255
其他负债	9098	8276	8288	8254	8209
负债合计	30560	26903	25106	23304	21490
股本	1834	1834	1823	1823	1823
资本公积	7194	7282	7282	7282	7282
留存收益	9764	13276	16160	19156	22195
归母公司股东权益	18742	22358	25265	28261	31301
少数股东权益	3268	2218	2956	3721	4497
股东权益合计	22010	24576	28222	31982	35798
负债和股东权益	52571	51480	53328	55286	57288

现金流量表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	9437	10752	9725	10069	10214
投资性现金流	(2917)	(1287)	(1334)	(1341)	(606)
融资性现金流	(6233)	(8936)	(4758)	(4918)	(4898)
现金增加额	250	535	3625	3810	4711

利润表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	69060	61537	60472	60381	60005
营业成本	58579	50767	50003	49623	49250
营业税金及附加	825	958	941	940	934
销售费用	800	760	685	710	708
管理费用	989	1111	929	961	986
财务费用	703	488	415	305	194
资产减值损失	(446)	(556)	(269)	(306)	(307)
投资收益	456	595	474	485	511
公允价值变动	1	0	0	0	0
营业利润	6825	7138	7418	7683	7794
其他非经营损益	(245)	(89)	(89)	(89)	(89)
利润总额	6579	7049	7329	7594	7705
所得税	1086	1006	1046	1084	1100
净利润	5493	6043	6283	6510	6605
少数股东损益	971	710	738	765	776
归母股东净利润	4522	5333	5545	5746	5829

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	15.18%	17.50%	17.31%	17.82%	17.92%
销售净利率	6.55%	8.67%	9.17%	9.52%	9.71%
销售收入增长率	-8.30%	-10.89%	-1.73%	-0.15%	-0.62%
EBIT 增长率	-22.51%	3.97%	3.21%	2.01%	-0.01%
净利润增长率	-24.90%	17.93%	3.98%	3.62%	1.46%
ROE	24.13%	23.85%	21.95%	20.33%	18.62%
ROA	10.39%	11.62%	11.99%	11.99%	11.73%
ROIC	14.47%	15.91%	15.69%	15.27%	14.58%
EPS (X)	2.47	2.91	3.04	3.15	3.20
PE (X)	6.32	7.67	7.30	7.04	6.94
PB (X)	1.53	1.83	1.60	1.43	1.29
PS (X)	0.41	0.66	0.67	0.67	0.67
EV/EBITDA (X)	4.20	4.73	4.09	3.48	2.86

资料来源：携宁，太平洋证券

3.2 川金诺

- **2024年业绩大幅改善，柔性生产优势、区位优势明显。**公司的业务围绕湿法磷酸工艺开展，主要产品包括饲料添加剂、肥料、湿法净化磷酸。公司以外购磷矿石浮选为起点，经加工得到磷精矿，而后通过湿法工艺生产粗磷酸，进一步与其他化学原料反应生成磷酸氢钙（I 型、III 型）、磷酸二氢钙、重过磷酸钙等饲料添加剂及肥料产品。东川基地位于昆明，周边120公里范围内磷矿资源富集，可以灵活调整各产品的产量，防城港工厂距离码头20公里，物流优势明显，也可实现工业级磷酸、食品级磷酸、52%磷酸、重钙生产的柔性切换。
- **积极响应“一带一路”，规划建设川金诺（埃及）苏伊士磷化工项目，优化产业布局。**据公司公告，为开拓海外市场，满足公司未来全球业务发展需要，公司于2025年4月17日召开第五届董事会第十四次会议审议通过了《关于对外投资建设川金诺（埃及）苏伊士磷化工项目的议案》，同意公司在埃及建设年产80万吨硫磺制酸、30万吨工业湿法粗磷酸、15万吨52%磷酸、30万吨磷酸一铵、2万吨氟硅酸钠项目。项目建设周期预计3年，基于项目可行性研究报告，满产后预计贡献年收入超20亿元，净利润超3亿元，内部收益率22.30%。
- **投资建议：**我们预计公司2025/2026/2027年归母净利润分别为2.55/2.86/3.12亿元，对应当前股价PE分别为19.48/17.32/15.91倍，给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动、产品价格波动、项目进展不及预期、行业产能过剩、需求下滑、行业竞争加剧等。

图表30：川金诺财务预测

资产负债表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	772	736	769	963	1145
应收和预付款项	365	286	332	316	321
存货	468	678	600	618	610
其他流动资产	157	113	164	164	169
流动资产合计	1762	1813	1866	2061	2246
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1478	1390	1517	1614	1682
在建工程	73	187	162	145	133
无形资产开发支出	169	167	164	161	157
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1833	1866	1991	2187	2371
资产总计	3554	3609	3834	4106	4344
短期借款	443	341	391	441	441
应付和预收款项	192	197	196	197	199
长期借款	211	102	202	252	302
其他负债	265	375	295	295	297
负债合计	1110	1015	1083	1185	1239
股本	275	275	275	275	275
资本公积	1282	1282	1282	1282	1282
留存收益	839	984	1124	1276	1442
归母公司股东权益	2399	2541	2683	2835	3001
少数股东权益	45	54	68	86	104
股东权益合计	2443	2595	2751	2921	3105
负债和股东权益	3554	3609	3834	4106	4344

现金流量表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	27	143	482	535	588
投资性现金流	(212)	(388)	(388)	(279)	(280)
融资性现金流	632	(105)	(65)	(61)	(126)
现金增加额	446	(346)	33	194	182

利润表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2711	3207	3297	3364	3432
营业成本	2658	2780	2748	2767	2801
营业税金及附加	8	9	10	10	10
销售费用	21	26	31	28	30
管理费用	80	112	115	118	120
财务费用	32	7	15	19	21
资产减值损失	(20)	(8)	(9)	(9)	(9)
投资收益	4	(0)	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	(136)	215	327	370	398
其他非经营损益	3	2	2	2	2
利润总额	(133)	217	328	372	400
所得税	(35)	31	59	68	70
净利润	(98)	185	269	304	330
少数股东损益	(7)	9	15	18	18
归母股东净利润	(91)	176	255	286	312

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	1.95%	13.33%	16.67%	17.74%	18.38%
销售净利率	-3.37%	5.49%	7.72%	8.52%	9.09%
销售收入增长率	7.60%	18.30%	2.80%	2.01%	2.03%
EBIT 增长率	-125.43%	310.06%	51.84%	14.08%	7.40%
净利润增长率	-126.35%	292.50%	44.66%	12.49%	8.86%
ROE	-3.81%	6.93%	9.49%	10.11%	10.39%
ROA	-2.98%	5.18%	7.24%	7.67%	7.81%
ROIC	-2.51%	5.92%	8.05%	8.50%	8.67%
EPS (X)	-0.37	0.64	0.93	1.04	1.13
PE (X)	—	22.48	19.48	17.32	15.91
PB (X)	1.92	1.56	1.85	1.75	1.65
PS (X)	1.70	1.23	1.50	1.48	1.45
EV/EBITDA (X)	184.26	10.45	9.42	8.13	7.27

资料来源：携宁，太平洋证券

四、风险提示

- 产能过剩、产品价格大幅下跌的风险；
- 原材料市场波动剧烈的风险；
- 下游需求不及预期的风险；
- 项目进度不及预期、环保风险等。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。