

证券研究报告  
化工行业  
2021年6月11日



# 【方正化工】肥料行业深度报告之三： 复合肥有望迎来销量、价差双复苏

首席分析师：李永磊      执业证书编号：S1220517110004

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。  
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

[www.foundersc.com](http://www.foundersc.com)

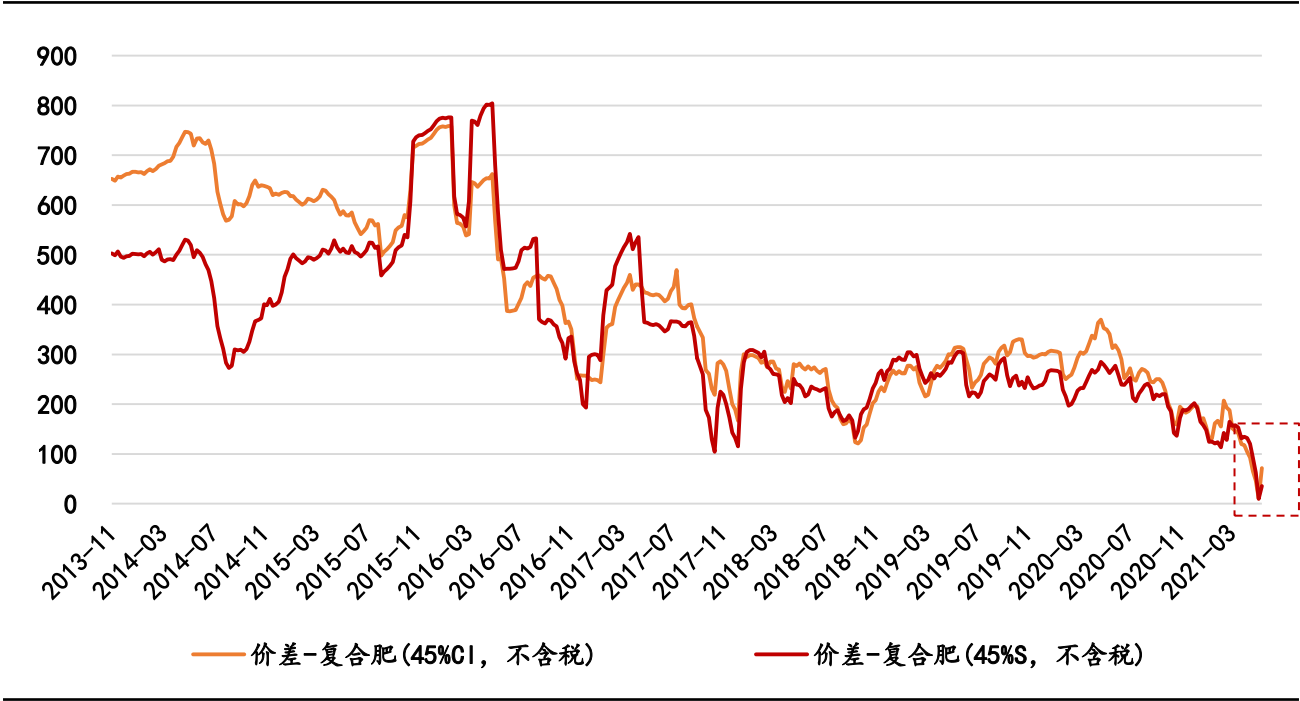
# 核心结论：复合肥有望迎来销量、价差双复苏

- 由于单质肥（氮肥、磷肥、钾肥）价格的大幅上涨，目前复合肥的价差被严重压缩，已经达到了历史的极低水平，氯基、硫基复合肥价差缩窄至100元/吨以内。
- 农产品价格保持景气高位，玉米、小麦、水稻收购价仍处景气高点，我们判断用肥终端对复合肥的刚需未变，由于尿素和磷酸二铵价格的抬升，复合肥的性价比更加凸显。
- 2020年春肥季和秋肥季化肥总表观消费量有所上升，2021年春肥季化肥表观消费量有轻微下降，主要由于20年秋肥采购旺盛所致。中国主要农作物复种指数在2016-2020年保持平稳，2021年有望快速提升。
- 6月伴随着秋肥季的开启，随着经销商库存的消化，我们判断复合肥下游经销商将逐渐加大采购量，单质肥的高价货源将逐渐向下传导，再加上部分复合肥企业亏损，复合肥供应量也将收缩，复合肥有望迎来销量和价差双复苏的阶段。
- 投资建议：重点关注肥料龙头新洋丰、云图控股、兴发集团、云天化、史丹利、中国心连心等。
- 风险提示：自然灾害导致农作物损失的风险；全球疫情反复发酵影响农产品需求的风险；化肥供给大规模增加；原材料价格快速上行的风险。

- 原材料价格快速上行，复合肥价差收窄
- 农产品价格仍处景气高点
- 受益复种提升，终端需求旺盛
- 下半年有望迎来销量、价差双复苏
- 投资建议
- 风险提示

复合肥价差自2020年7月以来，45%CI复合肥/45%S复合肥受原材料价格暴涨影响，价差收窄。6月以来复合肥价格抬升，价差开始出现反转。

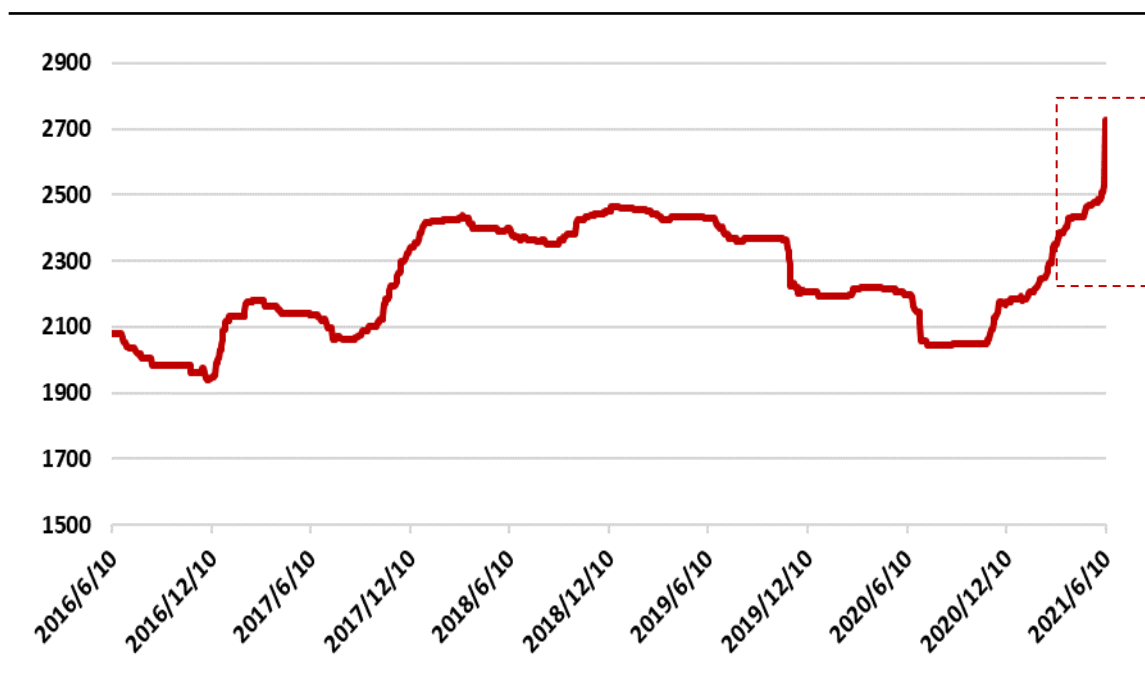
图表 受原材料价格暴涨影响，复合肥价差收窄



资料来源：Wind，方正证券研究所

- 由于复合肥价差缩窄行业产量下降，复合肥供给紧张，6月以来价格快速上行。据卓创资讯，6月1日复合肥均价2494.64元/吨，到6月10日上行至2727.43元/吨，涨幅达9.33%。

图表 复合肥价格快速上行（元/吨）

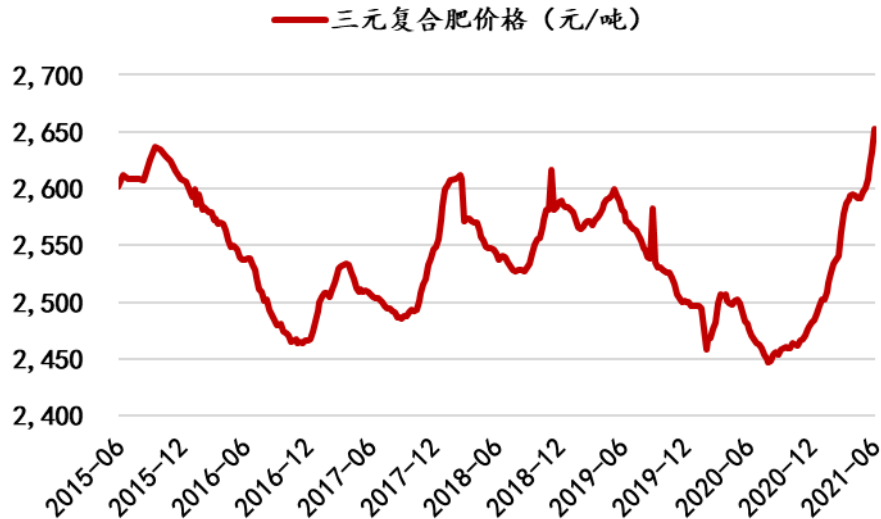


资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

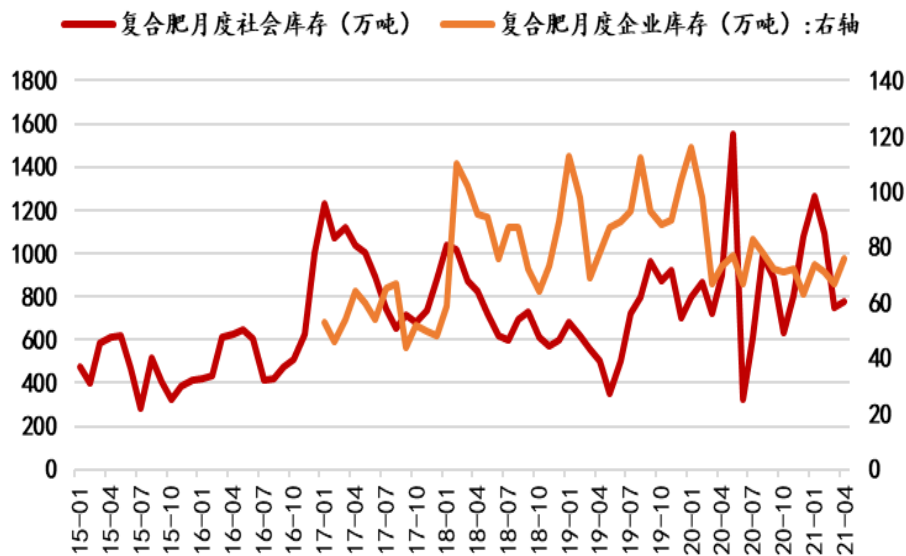
# 复合肥价格恢复，企业库存较低

- 2021年春耕市场启动后，复合肥价格明显上行。截至2021年5月，复合肥价格回升至2615.25元/吨。
- 库存方面，复合肥由于夏季长江流域洪涝影响在2020年中三月连续下降，8月库存仅为990万吨，随着春耕市场启动需求增加，21年4月社会库存为780万吨，企业库存为76万吨。社会库存、企业库存仍处于相对低位，随着用肥旺季到来复合肥价格上行仍具持续基础。

图表 国产三元复合肥价格进入快速上行期



图表 复合肥社会库存较低



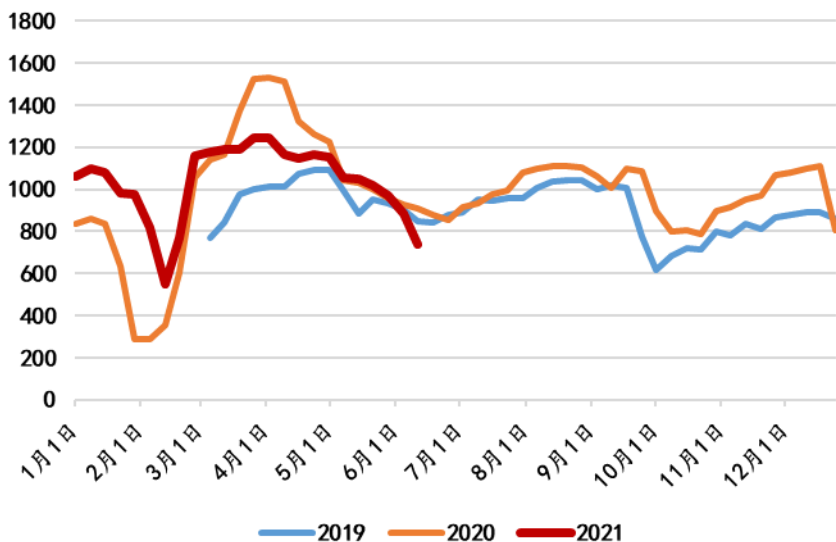
资料来源：Wind，方正证券研究所  
慧博资讯 专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：Wind，方正证券研究所

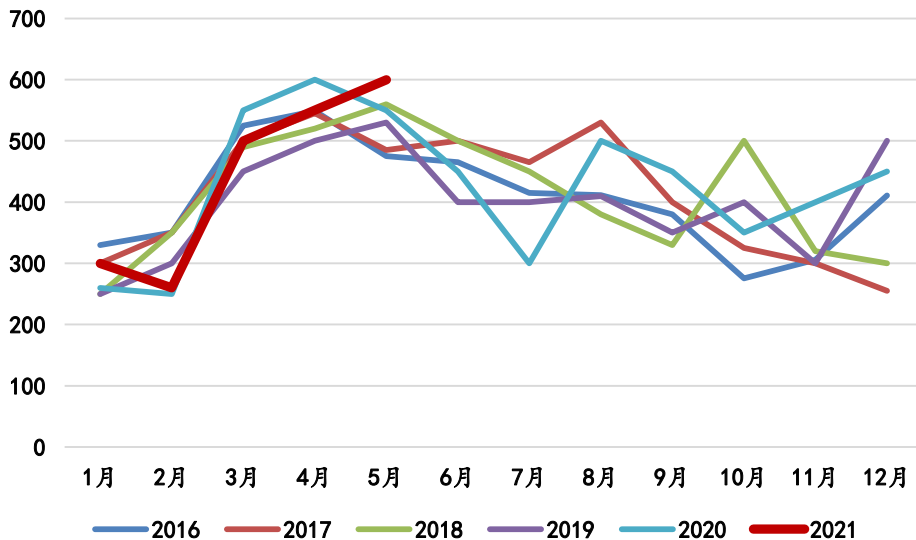
# 复合肥产量收缩，需求提振

- 由于价差收窄过多，复合肥产量开始下降，2021年4-5月复合肥合计产量为996.8万吨，同比降低8.54%。进入四月以来复合肥产量快速下行，复合肥的需求反而很好，2021年5月复合肥需求量达600万吨，高于往年。我们预计随着用肥季到来，后续库存会被持续消化，复合肥将进入新一轮景气期。

图表 中国复合肥周度产量（千吨）



图表 中国复合肥月度需求量（万吨）



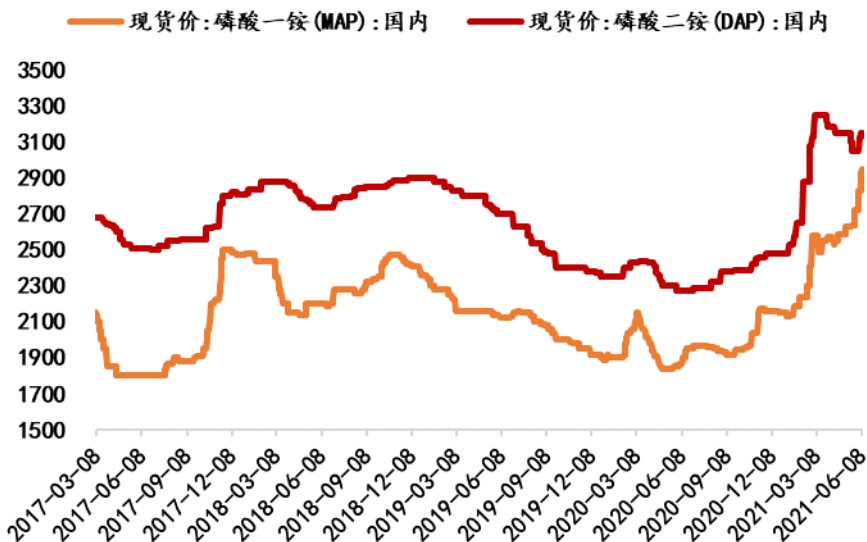
资料来源：卓创资讯，方正证券研究所  
惠博资讯 专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

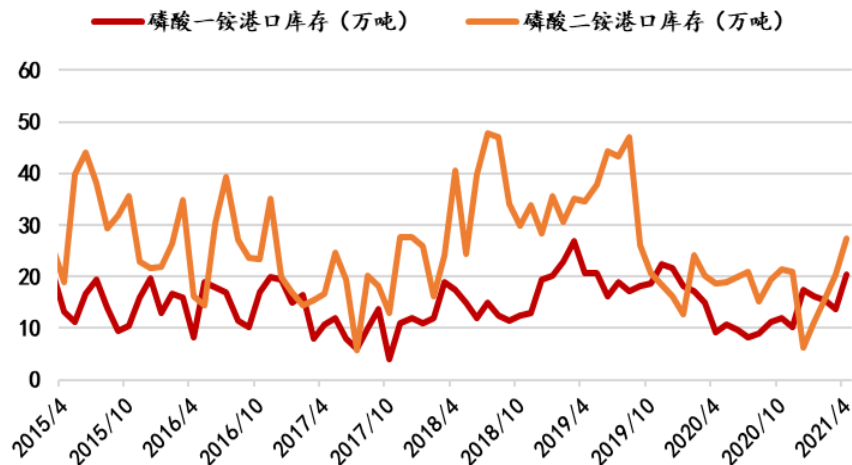
# 磷酸一铵和二铵价格快速上行

- 磷肥主要包括磷酸一铵、磷酸二铵和重过磷酸钙等，其中前两者占比超85%。
- 磷酸一铵和二铵价格呈现周期性。2017-18年供给侧改革带动价格上行，2019年进入下行通道，磷酸一铵和二铵价格分别跌至1921和2372元/吨。2020年秋季以来磷酸一铵和二铵价格中枢提升，截至21年6月初均价分别达到2950和3150元/吨。
- 库存方面，一铵、二铵港口库存略有回升，4月一铵/二铵港口库存20.4/27.3万吨。

图表 磷酸一铵、磷酸二铵价格走势（元/吨）



图表 磷酸一铵、磷酸二铵港口库存回升



资料来源:Wind, 方正证券研究所

资料来源:卓创资讯, 方正证券研究所



# 尿素价格快速上行，库存见底

- 尿素为氮肥的主要品种，尿素约占氮肥总产量70%。
- 2012年尿素价格进入下行通道，2017-2018年供给侧改革带动价格上行，目前国产尿素价格处于历史高景气点，2021年6月初尿素价格2319元/吨。
- 受益于农产品价格上涨，农民种田积极性提高，2020年南方冬闲田面积下降，复种指数提高，对化肥的需求增加。
- 库存方面，尿素库存在20年从高位回落后一直到20年底低位徘徊，进入春节假期库存有所回升，随着用肥增加以及尿素短缺，21年5月企业库存仅9.9万吨。

图表 尿素价格走势



资料来源: Wind, 方正证券研究所平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图表 尿素库存见底

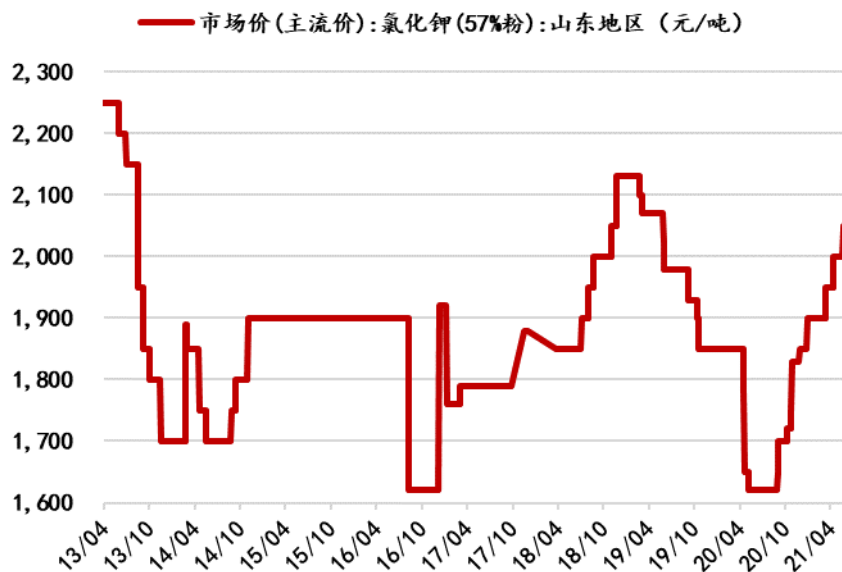


资料来源: 卓创资讯, 方正证券研究所

# 氯化钾价格快速上行，库存持续下降

- 氯化钾为钾肥主要品种，20年7月以来氯化钾进入上行通道，21年5月氯化钾均价2003元/吨。
- 库存方面，氯化钾企业库存不断走低，企业库存从20年6月末的113.4万吨下行至21年5月末的22.6万吨，未来氯化钾价格有望持续高景气

图表 氯化钾价格走势



资料来源：Wind，方正证券研究所  
“惠博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

图表 氯化钾企业库存

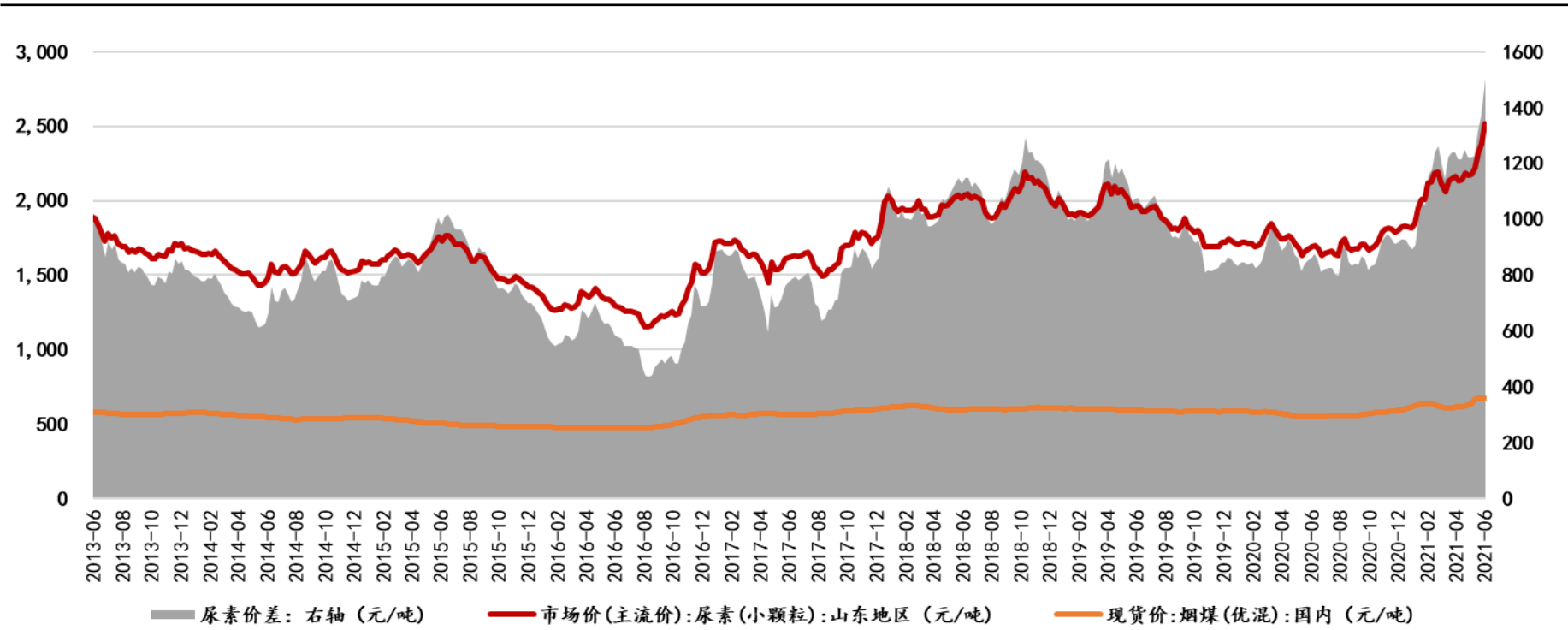


资料来源：Wind，方正证券研究所

# 尿素价差存在较明显的扩大趋势

受下游景气影响尿素价格持续上行，国内煤价整体保持平稳态势，21年6月初尿素价差达1505元/吨，尿素价差较20年10月末扩大63.73%。

图表 尿素价差走势（元/吨）

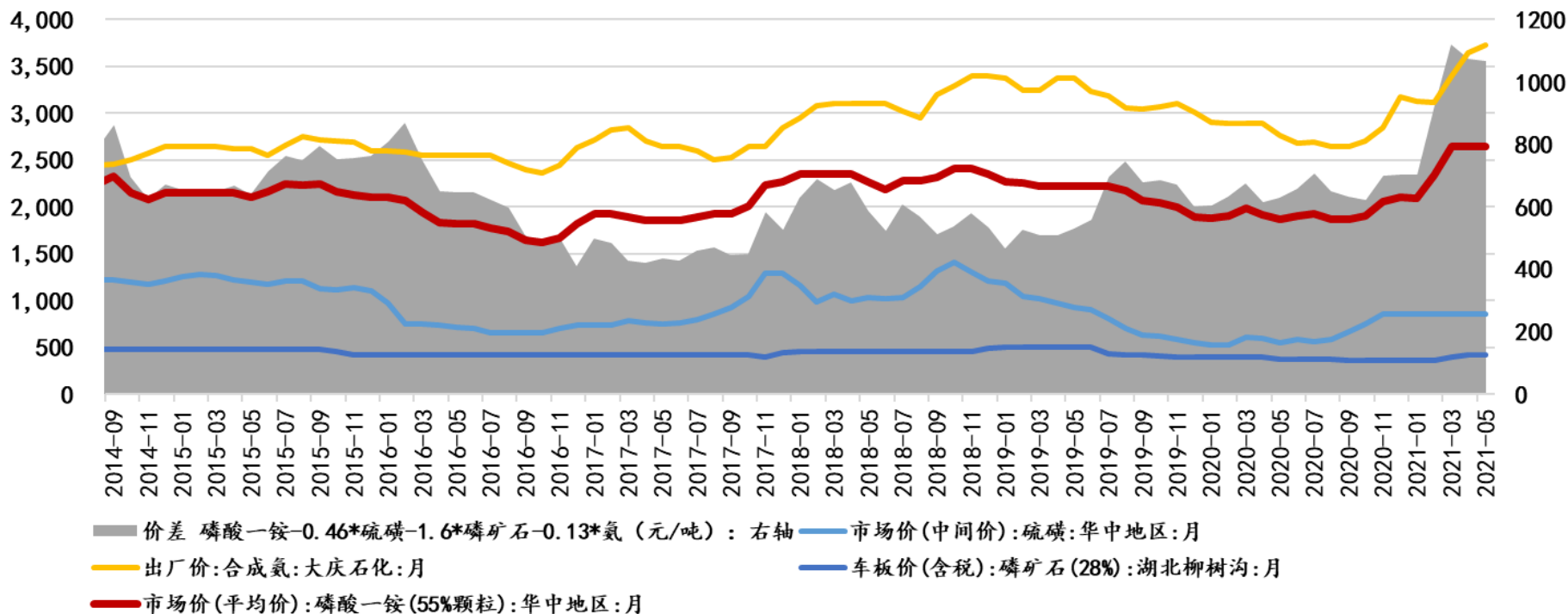


# 磷酸一铵价格上涨，价差扩大

磷酸一铵主要原材料为磷矿石、硫磺、合成氨。

自20年10月开始，受原材料价格上涨和需求拉动，磷酸一铵价格上涨明显。价格由20年10月均价1903元/吨上涨至21年4月均价2650元/吨，涨幅达到39.25%，价差也由621元/吨上涨至1076元/吨，涨幅达73.27%。

图表 磷酸一铵价差走势（元/吨）



资料来源：Wind、方正证券研究所  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

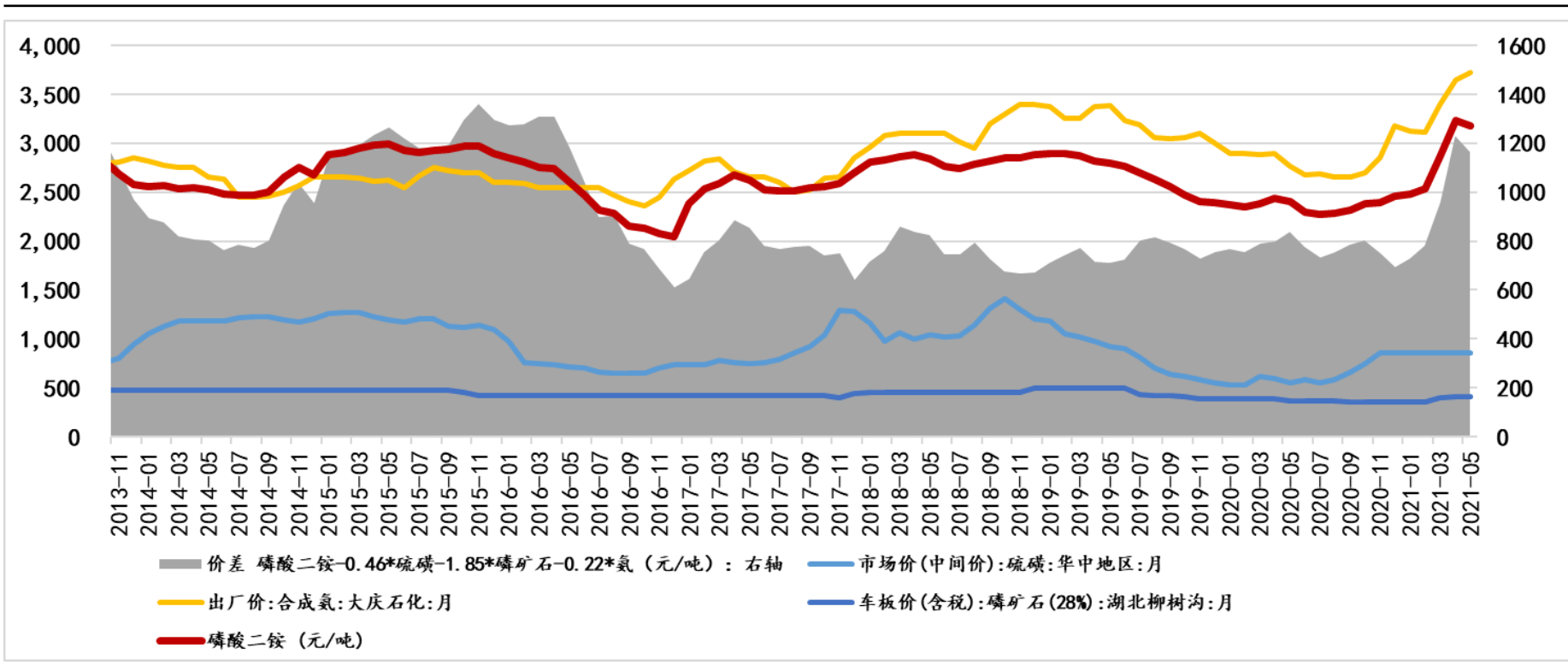
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

# 磷酸二铵价格上涨

磷酸二铵主要原材料为磷矿石、硫磺、合成氨。

受原材料价格上涨及需求拉动，磷酸二铵价差逐步提升。价差由2020年10月的800.98元/吨上涨至2021年5月的1163.19元/吨。

图表 磷酸二铵价差走势（元/吨）



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台  
资料来源：Wind，方正证券研究所

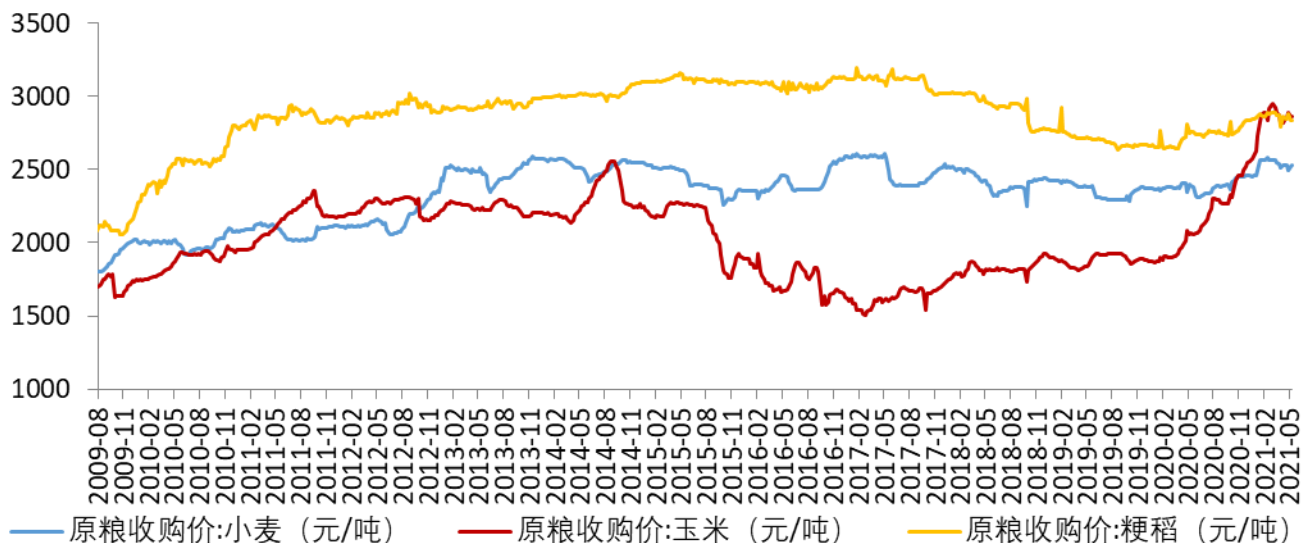
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

- 原材料价格快速上行，复合肥价差收窄
- 农产品价格仍处景气高点
- 受益复种提升，终端需求旺盛
- 下半年有望迎来销量、价差双复苏
- 投资建议
- 风险提示

# 主要农作物价格仍处景气高点

- 在深加工需求增加、产量下降、库销比持续下降等多重因素下，玉米供需格局改善明显，收购价从2017年初的1510元/吨涨至2021年5月末的2864元/吨，累计上涨1354元/吨，涨幅达89.67%。
- 小麦收购价从2019年8月的2293元/吨上涨至2021年5月末的2526元/吨，累计上涨233元/吨，涨幅达10.16%；粳稻收购价从2019年8月的2636元/吨上涨至2021年5月末的2840元/吨，累计上涨204元/吨，涨幅达7.74%。价格上涨提升农民种植意愿。

图表 主要农作物价格仍处景气高点



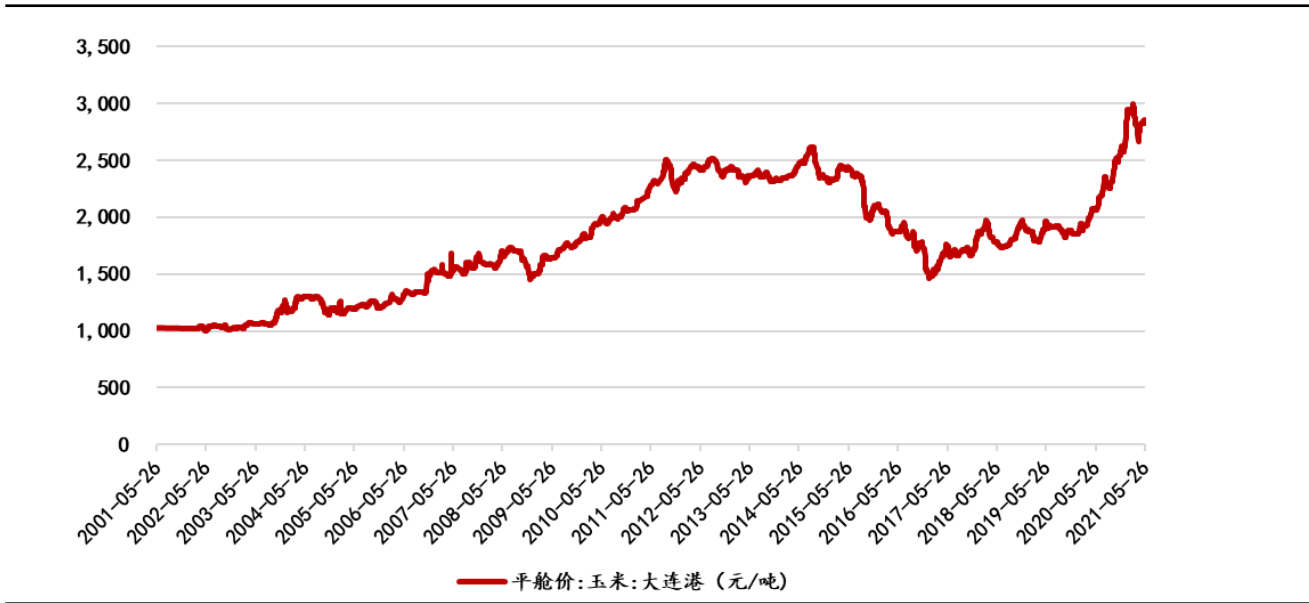
“慧博资讯”专业的卖方研究大数据分享平台 资料来源:Wind, 方正证券研究所



# 玉米2020年以来价格上涨明显

- 玉米价格进入2020年后上涨趋势明显。整体上看，玉米平舱价从2020年1月的1850元/吨增至2021年5月末的2830元/吨，涨幅高达52.97%。

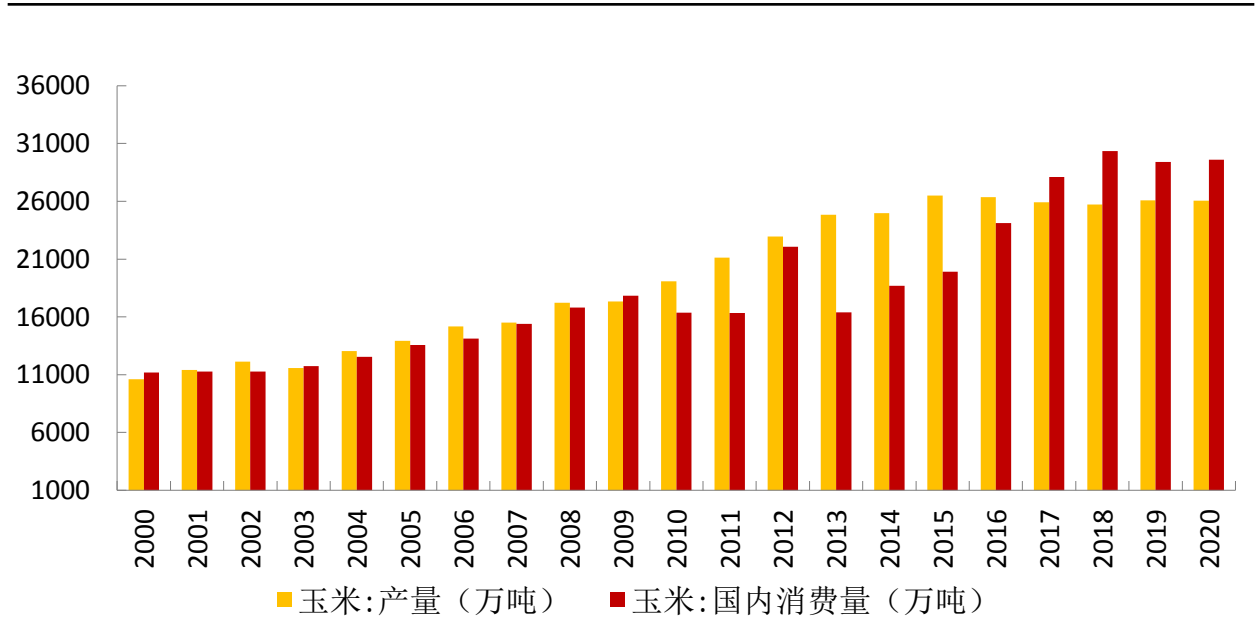
图表 玉米价格走势情况





- 玉米需求自2013年后保持增长，近几年增速有所放缓。2019年受非洲猪瘟影响饲用消费需求减弱，叠加深加工需求下降，消费量同比下降3.12%至2.94亿吨。2020年，玉米国内消费量达2.96亿吨，近五年平均增速达9.8%。
- 国内玉米产量自17年后低于消费量，主要依靠库存消化和进口补足消费。

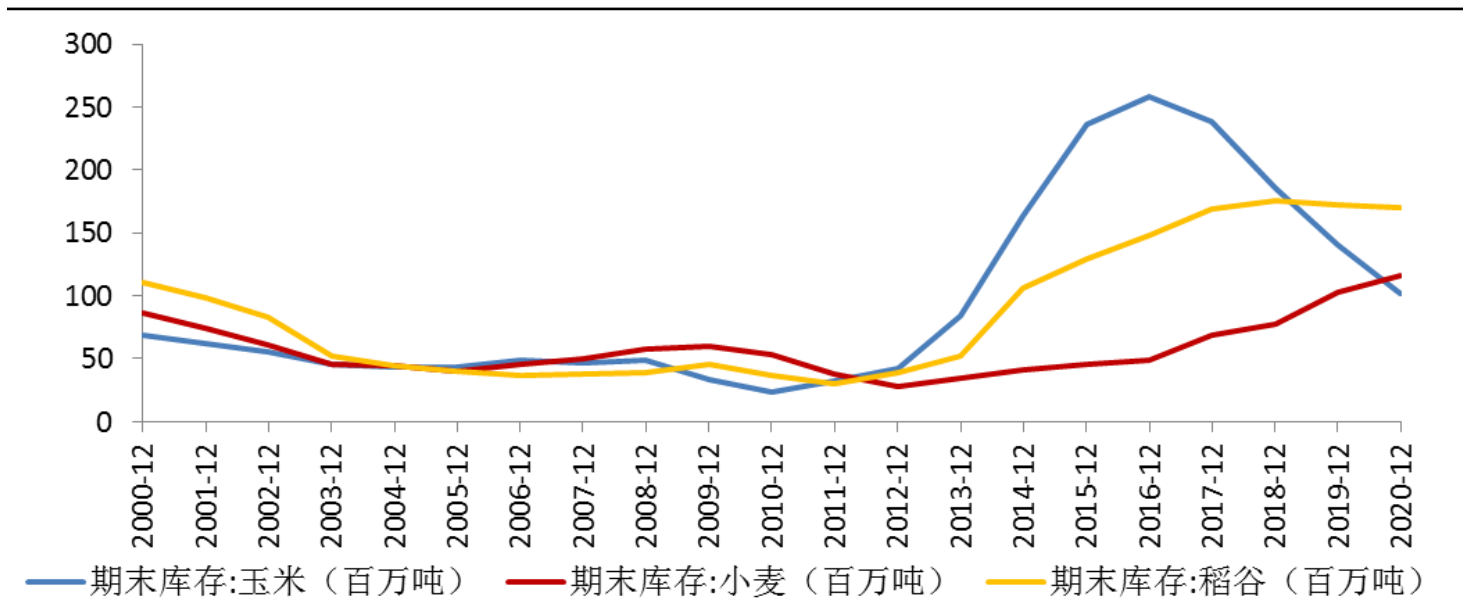
图表 国内玉米消费量保持高位



# 玉米库存大幅下降

- 2016年玉米库存近2.6亿吨，玉米去库存成为农业供给侧改革的重点，除了农民受国家政策影响主动调减种植面积，政府还放开玉米深加工的审批政策，推出全面实施燃料乙醇的计划以及南猪北养等一系列有利于加快玉米库存消耗的措施，截至2020年12月，玉米库存降至1.01亿吨。
- 小麦和稻谷的库存相对充足，其中小麦受国家政策性投放影响库存上行，稻谷高位趋稳，2020年12月分别达到1.16亿和1.70亿吨。

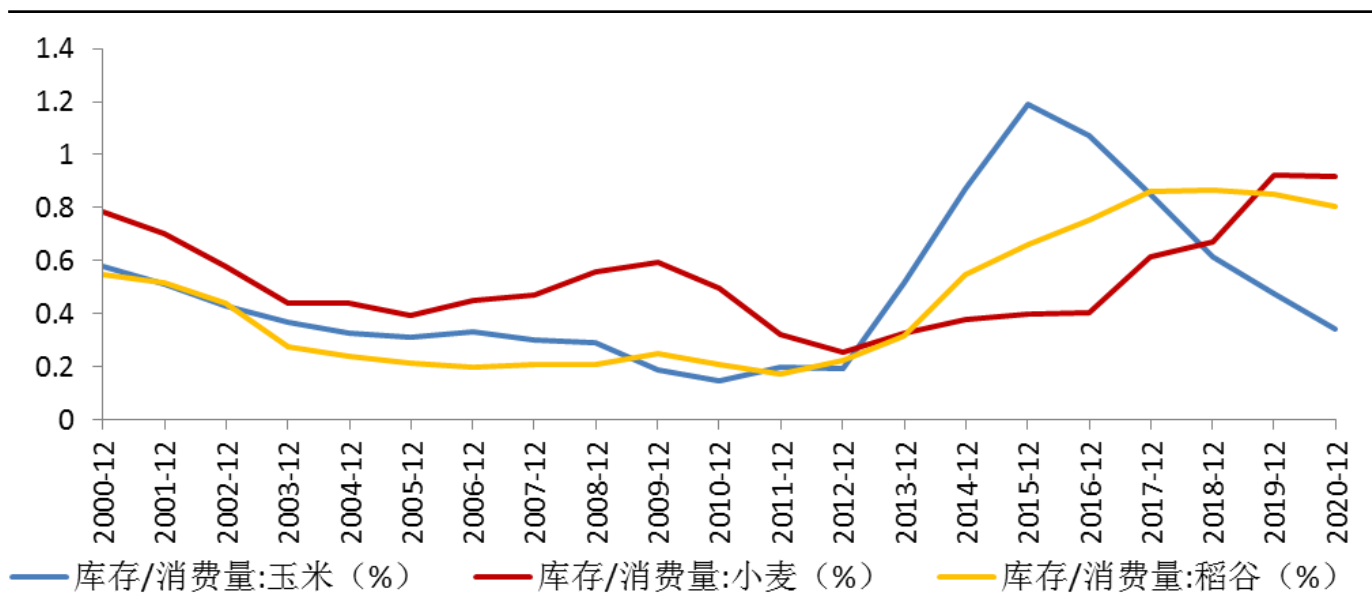
图表 主要农作物库存情况



# 稻谷、玉米库消比持续下降

- 玉米去库存成效显著，带动库消比降幅较大，从2016年的107.23%降至2020年的34.27%。
- 小麦和稻谷库消比维持相对高位，但上行受限，2020年分别同比下降0.66和4.39个百分点至91.47%和80.50%。

图表 主要农作物库消比情况

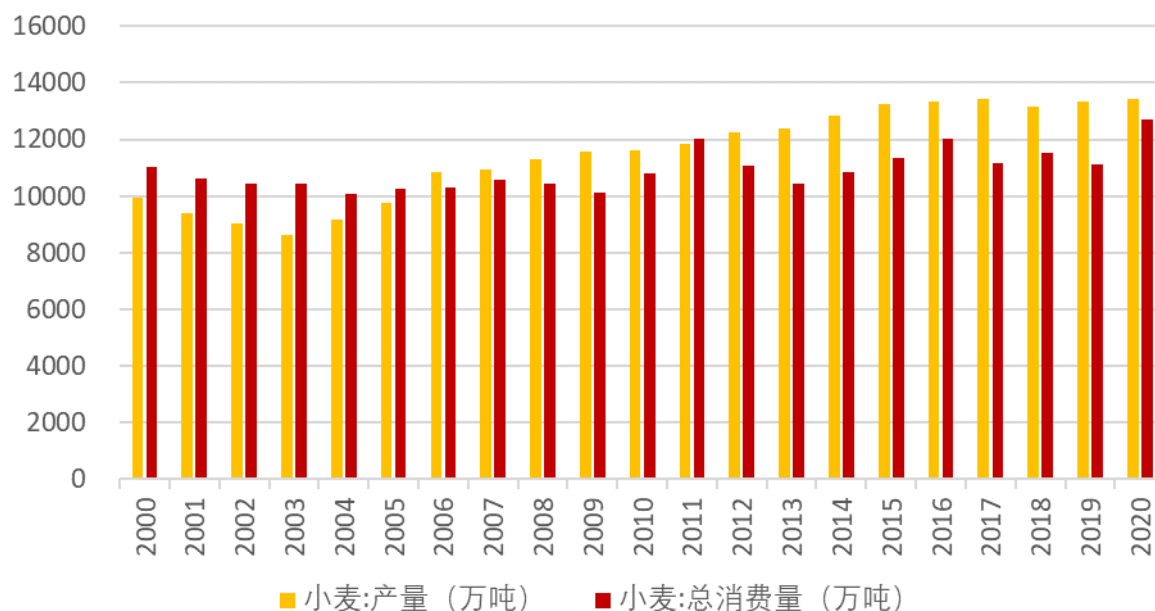


资料来源：Wind，方正证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

- 近几年小麦产销量波动较小。2020年小麦产量同比增长0.49%至1.34亿吨，消费量同比上升18.15%至1.31亿吨。
- 自2006年起小麦产量超过消费量，出口较少库存上升。

图表 国内小麦产销稳定



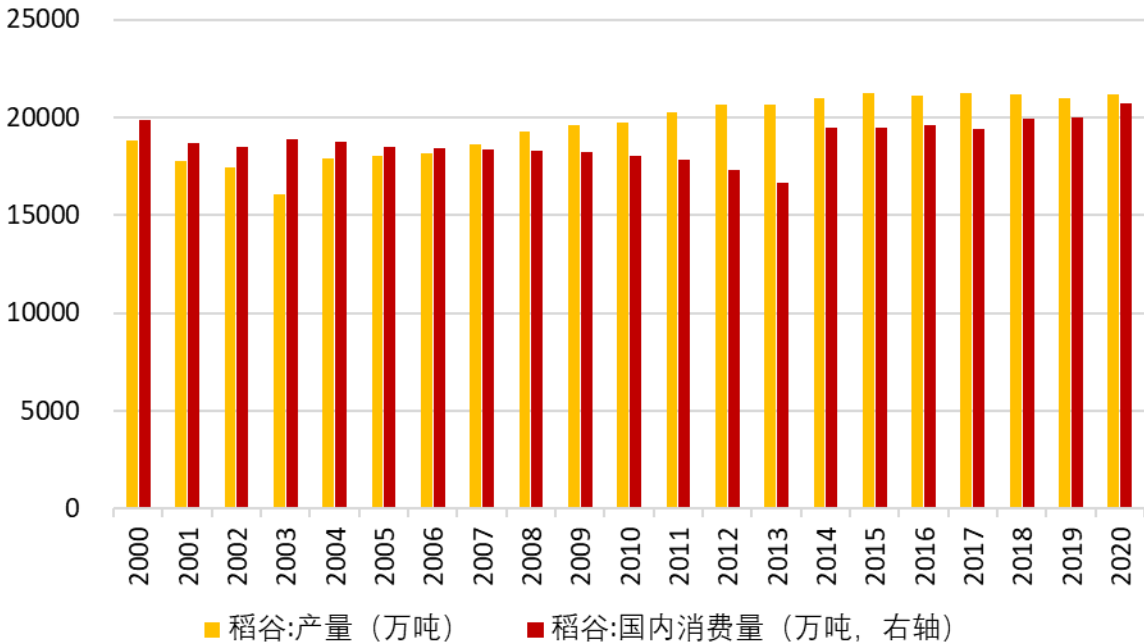
资料来源：wind，方正证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

# 稻谷产消基本保持稳定

- 近几年稻谷产销量基本保持稳定。2020年稻谷产量同比上升1.07%至2.12亿吨，消费量同比上升10.86%至2.22亿吨。
- 2007年起稻谷产量超过消费量，出口较少库存上升，近几年产销量之间的差距有缩小趋势。

图表 国内稻谷产销稳定



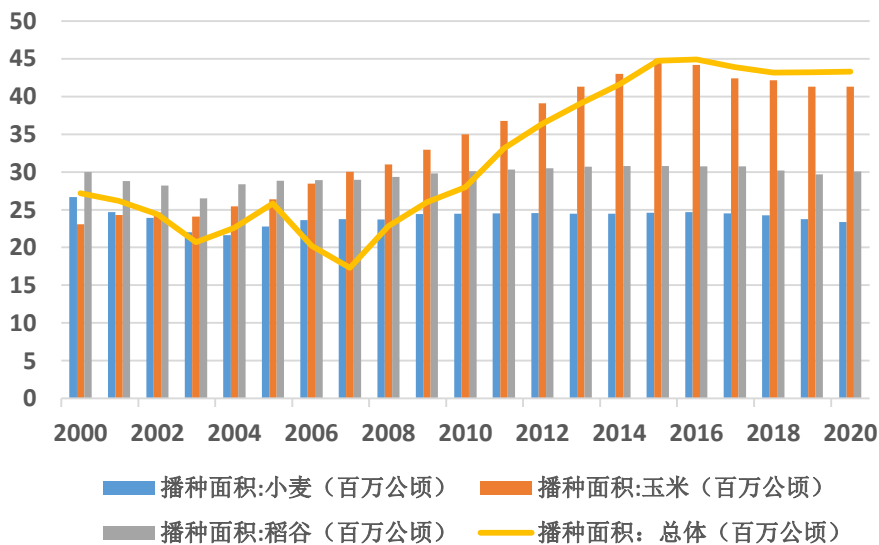
资料来源：wind，方正证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

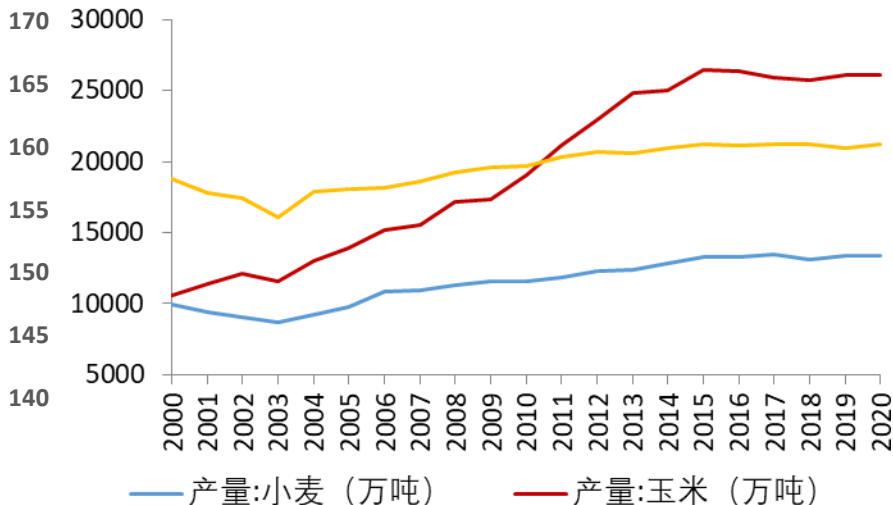
# 主要农作物播种面积稳中有降

- 随着农业供给侧结构性改革深入进行，农业种植结构逐步调整优化，在主要口粮作物稻谷、小麦播种面积保持基本稳定的基础上，调减库存较多的玉米种植，增加杂粮和豆类的播种面积。
- 2020年，小麦、玉米、和稻谷的播种面积分别同比下降-1.48%、0%和1.28%至23.38、41.26、30.07万公顷。相较于三类粮食作物播种面积下降，全部作物播种面积同比增长0.6%，玉米、小麦、稻谷占全部农作物播种面积57%，农业供给侧改革后其他作物替代种植这三类作物较为显著。但得益于良好气候条件以及农业综合生产能力进一步改善，主要农作物单产水平提高，总产量基本保持稳定。

图表 中国主要农作物播种面积平稳



图表 中国主要农作物产量保持稳定



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：Wind，方正证券研究所

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

资料来源：Wind，方正证券研究所

- 原材料价格快速上行，复合肥价差收窄
- 农产品价格仍处景气高点
- 受益复种提升，终端需求旺盛
- 下半年有望迎来销量、价差双复苏
- 投资建议
- 风险提示

为保障粮食安全，部分省份出台了2021年粮食作物播种面积的目标，2021年大部分省份相较于2020年播种面积都有所提升。如安徽、内蒙古等省粮食作物播种面积要求新增播种面积。21年主要粮食种植省份种植面积显著提升。

各省积极提升复种指数，如天津将增加小站稻播种面积，力争达到100万亩。在涉农区增加粮食复种指数，确保全市粮食播种面积只增不减，具体方式包括：扩大“春小麦+晚稻”“春小麦+早熟玉米”等播种面积，让粮田由过去每年一茬变成一年两茬。

图表 部分省市2021年播种面积目标

省份	播种面积（亿亩）	新增（万亩）	同比增长
安徽	1.0945	10	0.09%
内蒙古	1.0250	459	4.48%
四川	0.9469	31.1	0.33%
浙江	0.1490	10	0.67%

资料来源：网络，方正证券研究所

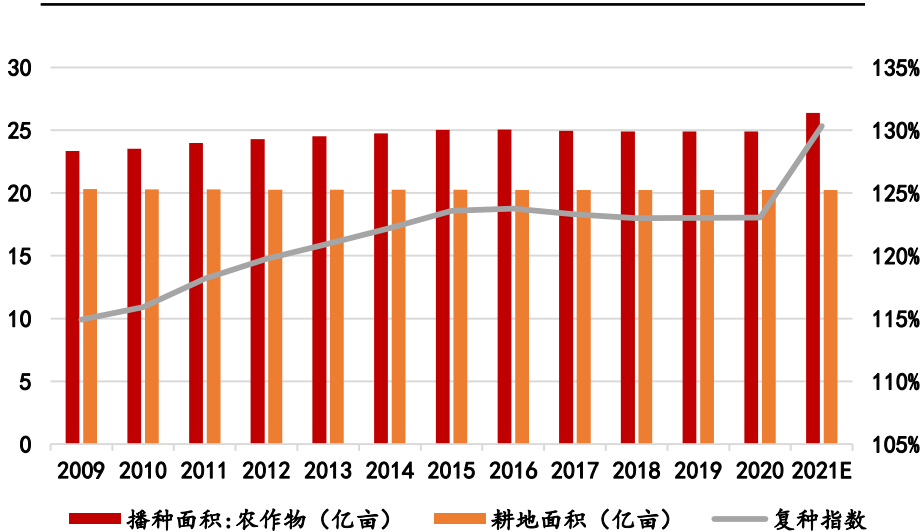


# 主要农作物复种指数有望抬升

中国主要农作物复种指数在2016-2020年保持平稳，2020年为123.04%，为了提高耕种积极性，农业农村部继续下达粮食面积和产量指标，落实主产区、主销区、产销平衡区的种植面积，确保2021年粮食种植面积稳定在17.5亿亩以上，粮食总产量保持在13000亿斤以上。预计2021年耕地面积及复种指数会有所上升。

图表 播种面积及复种指数

图表 中国主要农作物复种指数



资料来源：Wind，方正证券研究所

	播种面积:农作物 (亿亩)	耕地面积 (亿亩)	复种指数
2020	24.8971	20.235	123.04%
2021E	26.3743	20.235	130.34%

	播种面积:农作物 (亿亩)	同比增速
2009	23.34	
2010	23.52	0.77%
2011	23.98	1.96%
2012	24.27	1.23%
2013	24.52	1.00%
2014	24.74	0.93%
2015	25.02	1.13%
2016	25.04	0.07%
2017	24.95	-0.36%
2018	24.89	-0.26%
2019	24.89	0.02%
2020	24.90	0.03%
2021E	26.37	5.93%

资料来源：Wind，方正证券研究所

注：复种指数为播种面积除以耕地面积。

- 原材料价格快速上行，复合肥价差收窄
- 农产品价格仍处景气高点
- 受益复种提升，终端需求旺盛
- 下半年有望迎来销量、价差双复苏
- 投资建议
- 风险提示

# 秋肥季即将开启，下半年肥料景气持续

- 六月，国内主要农作物玉米、水稻、小麦等主要粮食作物等将迎来追肥旺季，下半年肥料终端景气需求有望开启。

图表 中国主要农作物施肥安排

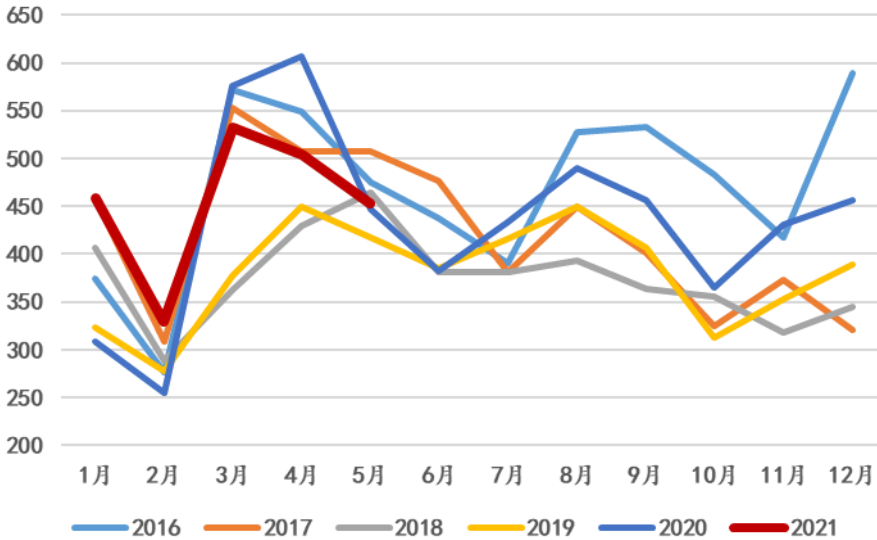
农作物	代表地区	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
需求		用肥淡季，仅安徽等部分地区有小麦追肥要求		3月，小麦返青追肥旺季，春耕备肥活动自南向北逐步展开		3月下旬：高氮复合肥生产旺季	追肥旺季：玉米等大田作物最大追肥旺季		需求淡季	小麦用肥，河南苏皖等地小麦追肥		需求淡季：化肥行业冬储	
春玉米	东三省、内蒙				播种	播种	生长	生长	生长	收获	收获		
秋玉米	山东、河南、陕西					播种	播种	生长	生长	生长	收获	收获	
早稻	两湖，江浙				播种	生长	生长	收获					
晚稻	两湖，江浙							播种	生长	生长	收获		
冬小麦	山东、两河、陕西	生长	生长	生长	收获	收获	收获			播种	播种	生长	生长
春小麦	黑龙江，新疆，内蒙古			播种	播种	生长	生长	生长	生长	收获	收获		
棉花	新疆				播种	生长	生长	生长	生长	收获			
春油菜	新疆、甘肃					播种	生长	生长	收获	收获			
冬油菜	江西，安徽，四川		生长	生长	生长	生长	收获					播种	播种
甘蔗	福建、两广			播种	播种	生长	收获	收获	播种	播种	生长	收获	收获
花生	山东、两河、陕西				播种	生长	生长	生长	生长	生长	收获		
春播大豆	东三省、内蒙					播种	播种	生长	生长	收获			
夏播大豆	苏皖、两湖						播种	生长	生长	收获			
甜菜	新疆、黑龙江、内蒙					播种	生长	生长	生长	收获			

资料来源：百川盈孚，方正证券研究所  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

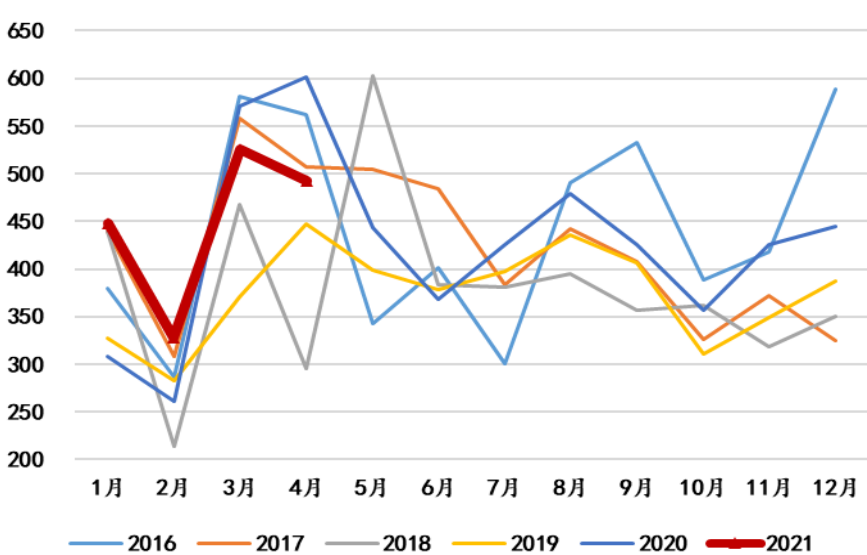
# 20年Q4开始复合肥消费量居历史较高水平

- 由于淡季旺季用肥差异，肥料价格在一年内有较大波动。
- 由于用肥需求旺盛，2020年年末及2021年年初复合肥表现消费量比往年有所增加。20年Q4较2019年增长17.2%。2021年Q1相较于2020年同比增长14.1%。
- 产量方面，由于原材料价格暴涨，复合肥价差收缩，行业开工率下降，复合肥月度产量呈下行趋势。

图表 复合肥月度产量（万吨）



图表 复合肥月度表观消费量（万吨）

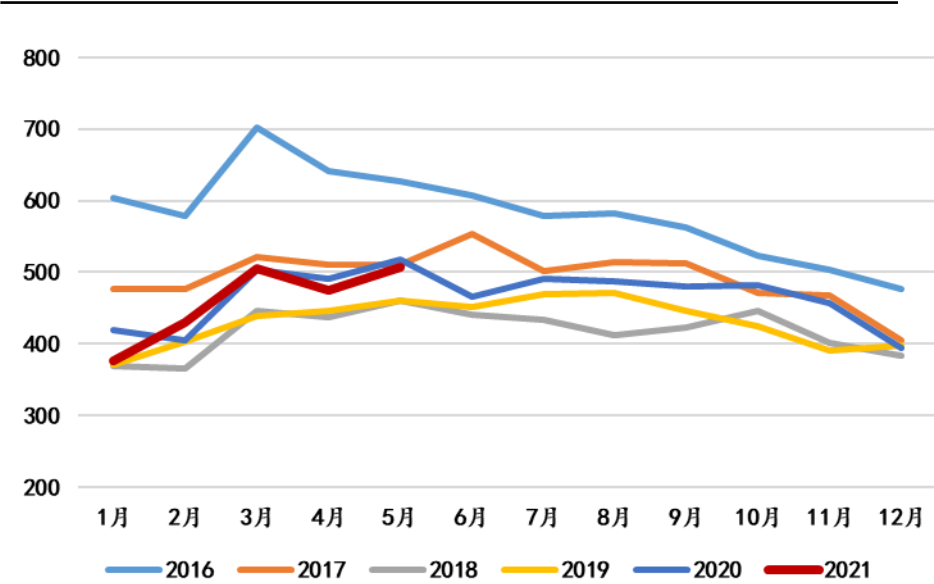


资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

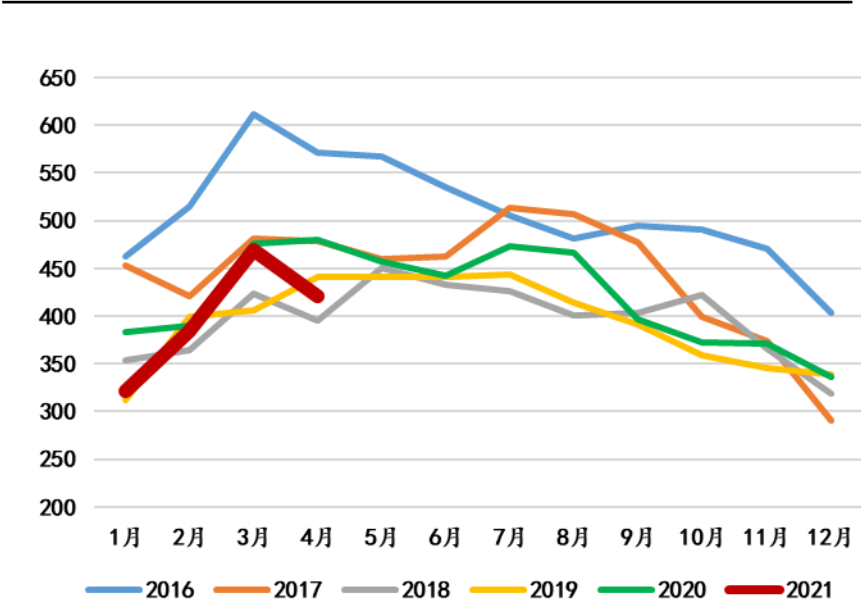
资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

- 由于淡季旺季用肥差异，肥料价格在一年内有较大波动，淡季较低，而旺季较高。
- 2020年尿素表现消费量自11月以来处于历史同期较高位置。产量方面，受尿素价差扩大影响，尿素产量中枢有所提升。

图表 尿素月度产量（万吨）



图表 尿素月度表观消费量（万吨）



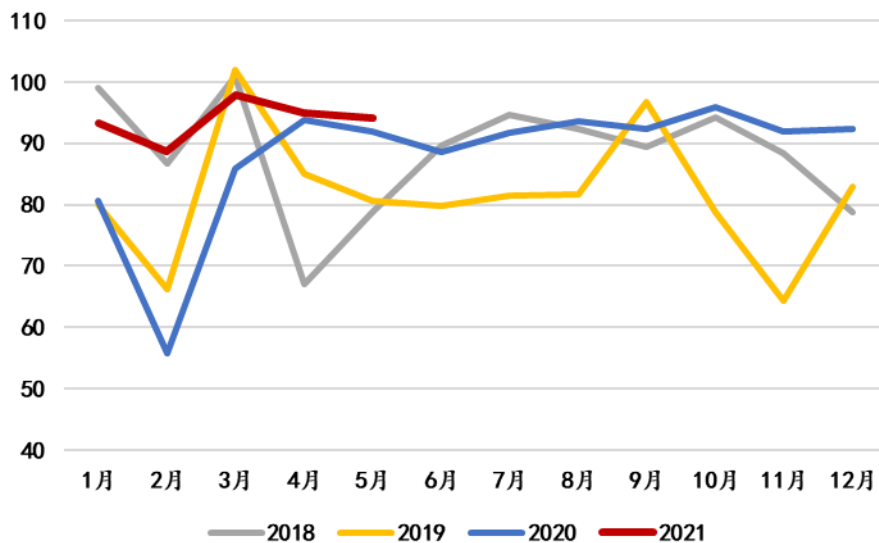
资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

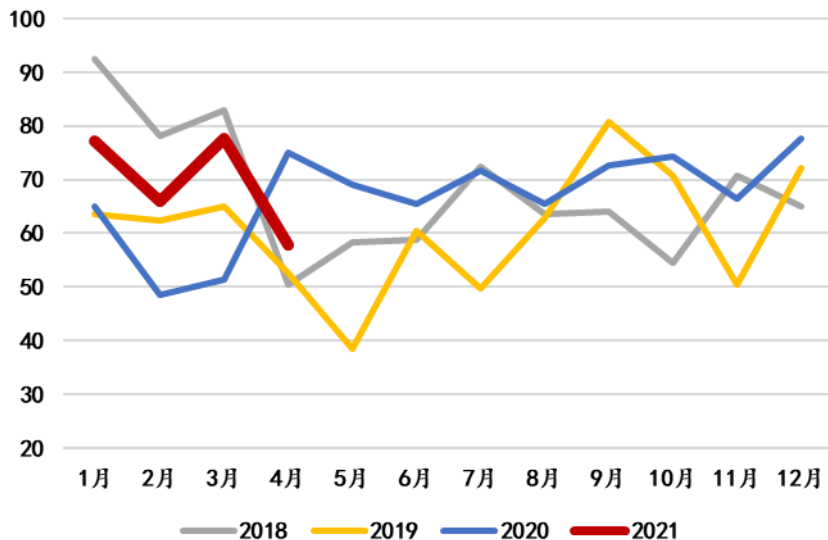
# 1-4月磷酸一铵受出口影响表观消费增长不显著

- 2021年磷酸一铵表观消费量受出口激增影响增长不明显，1-4月受海外需求拉动影响，国内一铵出口量高达95.92万吨，同比增长24.09%。

图表 磷酸一铵月度产量 (万吨)



图表 磷酸一铵月度表观消费量 (万吨)



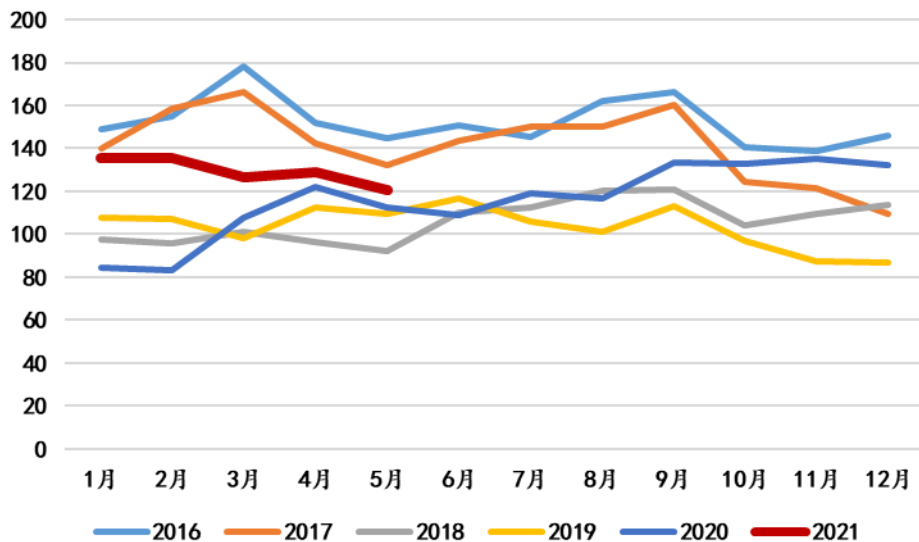
资料来源：卓创资讯，方正证券研究所  
“惠博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

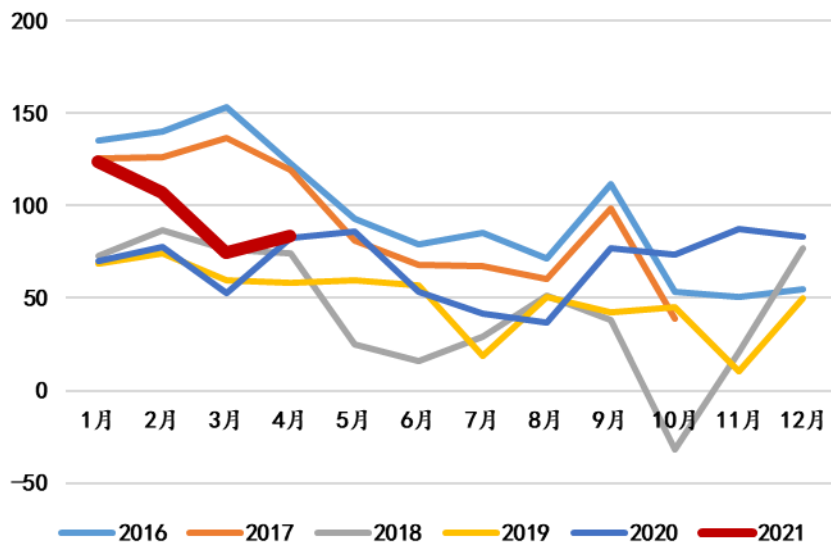
# 20Q4开始磷酸二铵表观消费旺盛

- 每年3月和9月，化肥需求量最大，磷酸二铵消费量达到峰值。
- 2020年磷酸二铵9-12月表观消费量为320.58万吨，同比增长116%。磷酸二铵消费提振，尽管有部分提前采购，21年M1-M4磷酸二铵表观消费量仍然好于18、19、20年。

图表 磷酸二铵月度产量(万吨)



图表 磷酸二铵月度表观消费量(万吨)



资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

2021化肥总表观消费量有所上升，21年春肥季总消费量同增6.27%。

图表 化肥总表观消费量（万吨）

总体消费量	2016	2017	2018	2019	2020	2021
春肥季	5204.9	7235.6	5269.0	5077.9	5597.9	5948.6
同比增速			-27.18%	-3.63%	10.24%	6.27%
秋肥季	7077.3	6799.7	5516.3	5456.6	5895.2	
同比增速		-3.92%	-18.87%	-1.08%	8.04%	

资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

注：春肥季为上一年11月到当年4月，2017年11，12月数据缺失。2016年春肥季只包括1-4月情况。  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台



# 21年春肥季表观消费增加显著，下半年有望迎来增长



2020年复合肥表现消费量有所上升，主要系农产品价格上涨，带动化肥销量增加。2020年秋肥季较往年增长更多，主要原因是复合肥涨价，终端提前采购产品所致。从往年情况看，秋肥季较春肥季需求更高，21年秋肥有望迎来增长。

图表 复合肥总表观消费量（万吨）

复合肥消费量	2016	2017	2018	2019	2020	2021
春肥季	1810.1	2820.5	2114.0	2097.0	2478.0	2663.9
同比增速			-25.05%	-0.80%	18.17%	7.50%
秋肥季	2456.6	2549.7	2482.4	2330.0	2499.2	
同比增速		3.79%	-2.64%	-6.14%	7.26%	

资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

注：春肥季为上一年11月到当年4月，2017年11，12月数据缺失。2016年春肥季只包括1-4月情况。  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

# 21年春肥季复合肥产量保持增长，下半年有望持续



2020年复合肥产量大幅上升，春肥季同比增长19.08%，秋肥季同比增长7.85%。主要复合肥企业产量较同期均有提升，预计伴随下游需求刚性，21年秋肥产量有望继续保持增长。

图表 复合肥总产量（万吨）

复合肥产量	2016	2017	2018	2019	2020	2021
春肥季	1771	2837	2179	2090	2488. 8	2709. 8
同比增速			-23. 21%	-4. 06%	19. 08%	8. 88%
秋肥季	2848	2541	2338. 5	2387	2574. 4	
同比增速		-10. 78%	-7. 97%	2. 07%	7. 85%	

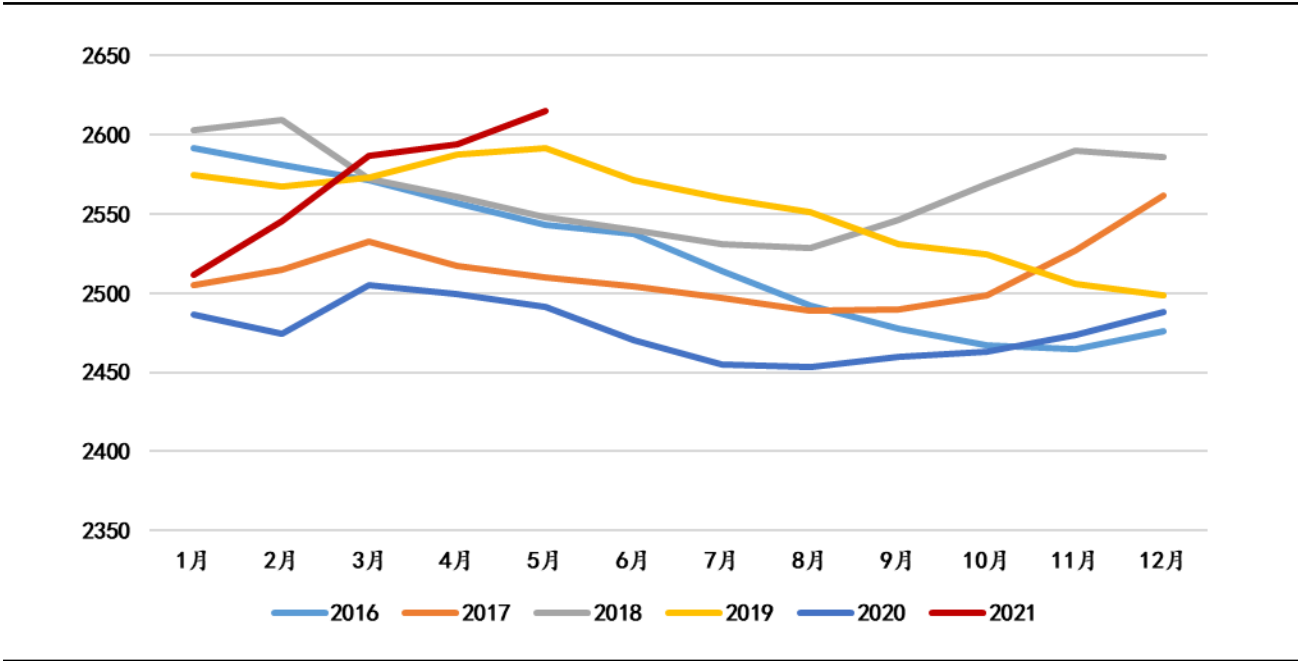
资料来源：Wind，方正证券研究所

注：春肥季为上一年11月到当年4月，2017年11，12月数据缺失。2016年春肥季只包括1-4月情况。  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

# 下半年复合肥价格有望继续上行

受原材料涨价且未进入销肥旺季的影响，经销商销售意愿不强，我们预计伴随着秋肥季的来临，复合肥销量提振，价格有望快速进入新一轮上行区间。从历史情况看，往往复合肥价格在秋肥季来临后将迎来新一轮上行，叠加下游需求景气与原材料成本上行，21年下半年复合肥价格有望迎来快速上行。

图表 三元复合肥价格分月度（元/吨）



资料来源：Wind，方正证券研究所

- 原材料价格快速上行，复合肥价差收窄
- 农产品价格仍处景气高点
- 受益复种提升，终端需求旺盛
- 下半年有望迎来销量、价差双复苏
- 投资建议
- 风险提示

### ➤ 产业链一体化优势显著。

公司作为一体化复合肥龙头，迄今已具备磷酸一铵年产能180万吨（全国第一）、钾肥进口配额30万吨（复合肥销量前五家企业中唯一）、配套320万吨低品位磷矿洗选能力和配套生产合成氨15万吨/年等。未来30万吨合成氨技改项目有望进一步提升公司抵御原材料价格波动影响的能力。尽管原材料价格有所波动，但公司作为一体化龙头有望受益于原材料涨价。预计21年伴随着农产品景气周期，公司复合肥有望实现量价齐升。

### ➤ 四大核心优势保障公司长期成长。

公司的核心竞争力在于一体化优势、区位优势、管理优势、渠道和品牌优势。近年来，公司大力推进产品创新战略，着力开拓新型肥料市场，公司新型复合肥持续发力，销量由2016年的33.56万吨增长至2020年的72.02万吨，年复合增长率21.03%。2020年盈利能力更强、经营壁垒更高的新型肥占比不断提升，公司的产品结构持续优化。伴随着化肥景气度回升，公司将重归快速发展。展望未来，公司将凭借传统复合肥稳健增长、新型复合肥快速放量、配套上游进一步完善巩固竞争优势持续成长。

公司为磷复肥龙头企业，其核心竞争力将带动公司进一步成长，看好公司长期发展。预计2021/2022/2023年归母净利润分别为12.18/14.83/17.79亿元，对应PE为17.2/14.1/11.8倍，维持“强烈推荐”评级。

图表：新洋丰盈利预测

单位/百万	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10069	12291	13356	14511
(+/-) (%)	7.94	22.07	8.66	8.65
归母净利润	955	1218	1483	1779
(+/-) (%)	46.65	27.61	21.68	20.01
EPS (元)	0.75	0.91	1.11	1.33
ROE (%)	13.79	14.97	15.41	15.60
P/E	20.95	17.19	14.12	11.77
P/B	3.03	2.57	2.18	1.84

数据来源：wind 方正证券研究所

注：EPS 预测值按最新股本摊薄

以6月11日收盘价计算

### ➤ 产业链一体化优势显著。

公司通过向上游延伸构筑复合肥成本护城河，2020年公司氯化铵/磷酸一铵产能60/43万吨，自给率高。此外公司对氯化铵及磷酸一铵进一步向上延伸，具有盐矿资源2.5亿吨、雷波东段磷矿储量1.81亿吨，即将实现探转采进一步降低磷酸一铵原材料成本。

### ➤ 渠道端拓展持续发力

2020年公司重构服务模式，搭建云图农服平台，以产品+服务+产业链赋能为核心，提供订单农业、种植托管、作物全程营养解决方案、农技飞防、区块链金融、产销对接等综合服务。此外截至2020年末，公司一级经销商数量增至5,000多家，渠道优势进一步得到增强。受益公司产业链一体化带来的成本优势，公司有望依托高性价比复合肥产品快速拓展销售渠道，实现品牌力提升。

公司为低成本复合肥龙头，预计2021/2022/2023年归母净利润分别为7.19/9.13/11.11亿元，对应PE为13.24/10.44/8.58倍，维持“强烈推荐”评级。

图表：云图控股盈利预测

单位/百万	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9154	11007	12720	14512
(+/-) (%)	6.12	20.23	15.57	14.09
归母净利润	499	719	913	1111
(+/-) (%)	133.79	44.30	26.86	21.68
EPS (元)	0.49	0.71	0.90	1.10
ROE (%)	14.48	17.29	17.99	17.96
P/E	19.24	13.24	10.44	8.58
P/B	2.77	2.29	1.88	1.54

数据来源：wind 方正证券研究所

注：EPS 预测值按最新股本摊薄

以6月11日收盘价计算



## ➤ 公司自有磷、煤矿资源，成本优势大

公司拥有磷矿资源，以自产的磷矿石和合成氨作为部分磷肥产品的主要原料。公司拥有煤炭资源，自产煤炭作为部分氮肥产品的主要原料。公司为全国最大磷肥龙头，现有磷肥产能555万吨。公司拥有天安化工、水富云天化、金新化工等多个生产基地，拥有3套大型合成氨与磷肥一体化、合成氨与氮肥一体化生产装置，是开展优质生产和降低生产成本的重要保障。

图表： 云天化产能产量情况

云天化	量（万吨）
2020年产能（磷铵）	555
2020产能（复合肥）	126
2020产量（磷铵）	489.13
2020产量（尿素）	165.38
2020年产量（复合肥）	131.68
上游原矿产能	1450

资料来源：wind，方正证券研究所

## ➤ 技改与产能扩张降低公司磷酸盐/磷肥生产成本

湿法磷酸精制工艺的应用提升了公司磷酸盐/磷肥联合生产的灵活性。公司磷肥和磷酸的增产彰显了规模效应，利用余热发电降低单吨成本与能耗，磷肥板块的盈利能力得到显著提高。

## ➤ 产业链一体化优势显著

公司磷矿资源储量及产能居行业前列。截至目前公司拥有采矿权的磷矿资源储量约4.46亿吨，产能495万吨/年。此外，公司在建后坪磷矿200万吨/年采矿工程项目，计划2022年下半年投产。现拥有黄磷产能超过16万吨/年，精细磷酸盐产能约18.9万吨/年，是全国精细磷产品门类最全、品种最多的企业之一。其中六偏磷酸钠产能全球第一，三聚磷酸钠产能国内第一。公司现有一铵/二铵产能20/40万吨。宜都园区未来将有40万吨磷铵投产，届时公司磷铵产能将达到100万吨。

## ➤ 国产替代助力公司电子化学品业务迅猛发展

公司在电子化学品业务上取得良好进展，电子级硫酸、磷酸、蚀刻液等产品已成功获得中芯国际、华虹宏力、台积电等知名海内外半导体客户的认可。公司持续加码电子化学品领域，在提升原有电子化学品的营业能力之外还将增加氢氟酸、双氧水等产品线。

## ➤ 水煤浆技术优势

公司尿素采用以烟煤为原料的水煤浆技术，同固定床技术相比，耗电较少，具备更强成本优势。

## ➤ 尿素产业链一体化，产品体系丰富

公司尿素产业链一体化优势明显，煤炭-合成氨-尿素-复合肥、车用尿素、三聚氰胺全产业链布局。公司于2012年在行业内提出“中国高效肥倡导者”品牌定位，并与中国科学院等单位共同研发推广了控释系列、腐植酸系列、中微量元素系列、专用肥系列、硝基肥系列、水溶肥系列等多种肥料产品，实现差异化、精细化高效肥产品布局。

## ➤ 三大基地布局，区位优势显著

公司现有河南、江西、新疆三大生产基地，其中河南、江西基地靠近下游肥料消费地，新疆基地靠近煤矿，生产基地区位优势明显。

## ➤ 产能布局优势

公司现有复合肥产能520万吨，产品覆盖高塔复合肥、水溶肥、硝基肥、缓控释肥、海藻肥、生物肥、有机无机肥料及各种作物专用肥料等一系列新型肥料。公司分别在山东省临沭县、吉林省扶余市、山东省平原县、河南省遂平县、河南省宁陵县、湖北省当阳市、广西壮族自治区贵港市、江西省丰城市、甘肃省定西市、新疆维吾尔自治区轮台县设立了生产基地。以上生产基地的建成投产，覆盖了我国大部分种植区域，能够快速响应各种种植区域的肥料需求，降低运输成本。

## ➤ 渠道优势显著

公司拥有一支近千人的具有丰富销售经验的销售队伍，开拓了3000多家一级经销商，10万多家终端网点，建立了覆盖全国大部分省县级区域的销售网络，发展了许多在当地实力强、信用好的一级经销商。从2015年开始，公司压缩销售渠道，将原来的经销渠道结构由三级优化为两级，进行扁平化管理，同时，公司成立了农化服务中心和测土实验室，销售人员和农化服务人员常年服务于农业生产一线。

- 原材料价格快速上行，复合肥价差收窄
- 农产品价格仍处景气高点
- 受益复种提升，终端需求旺盛
- 下半年有望迎来销量、价差双复苏
- 投资建议
- 风险提示

- **自然灾害导致农作物损失的风险；**
- **全球疫情反复发酵影响农产品需求的风险；**
- **化肥供给大规模增加；**
- **原材料价格快速上行的风险。**

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

### 公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

### 行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。



# 专注 专心 专业

方正化工团队 李永磊 (liyonglei@foundersc.com)  
董伯骏 (dongbojun@foundersc.com)  
赵小燕 (zhaoxiaoyan@foundersc.com)  
郭天逸 (guotianyi@foundersc.com)  
乔昱焱 (qiaoyuyan@foundersc.com)



## 方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层  
上海市静安区延平路71号延平大厦2楼  
深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼  
广州市 黄埔大道西638号农信大厦3A层方正证券  
长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>