



尿素专题报告：2023年6月8日

从复合肥上市企业财报能发现什么？

能化专题报告

主要逻辑：

复合肥作为化肥种类的一种，通常由两种或三种（氮、磷、钾）元素制作而成。但由于技术壁垒低，导致复合肥行业新竞争者不断涌入，产能经历长时间的高速扩张，市场竞争激烈。此外，根据隆众资讯数据：复合肥占尿素下游需求16%，作为尿素下游第三大需求，对尿素价格影响较大，本篇文章通过研究部分复合肥上市企业，得出以下观点：

1. 国内复合肥产能供需偏过剩，整体开工利用率偏低。2023年上半年复合肥企业开工同比减弱，下半年农需进入淡季，整体对尿素需求提振有限。

2. 复合肥企业实施成本领先战略，提升对原材料的成本把控和稳定采购渠道。

3. 新能源板块预期较好，复合肥企业利用现有磷产业链向新领域延伸。

4. 复合肥行业竞争加剧，复合肥企业转向生产新型复合肥，实施差异化战略。

5. 部分上市复合肥企业（新洋丰、云图控股）发布套期保值公告，使用期货工具（比如尿素期货），规避原料价格波动风险。

交易建议：

短期底部震荡，UR2309暂时观望，等待新一轮驱动。

风险提示：

下游需求复苏超预期；印度招标超预期。

分析师：刘书源

交易咨询从业信息：Z0017242

期货从业信息：F3066303

联系方式：17783266162

发布日期：2023年6月8日

一、复合肥上市公司概况

(1) **新洋丰**旗下拥有 11 个大型生产基地和自有磷矿资源，其中复合肥产能达到 798 万吨/年，且位于湖北荆门、宜昌、钟祥和四川雷波的生产基地拥有 170 万吨/年的农用磷酸一铵产能，原料实现自给自足。

(2) **云天化**拥有磷矿和盐矿等上游资源，覆盖完整复合肥生产链。企业目前复合肥产能为 565 万吨/年（佳木斯基地 15 万吨复合肥产能已于 2023 年初正式投产），在建产能 110 万吨/年（国内 95 万吨、马来西亚 15 万吨），预计在 2023 年陆续建成；磷酸一铵产能达到 43 万吨/年，充分满足自用需求。

(3) **金正大**是国内老牌复合肥企业之一，现有 10 个化工园区开展复合肥业务，拥有多种复合肥和新型肥料生产线。普通复合肥产能达到 380 万吨/年，控释复合肥产能达 105 万吨/年，硝基复合肥产能为 115 万吨/年，以及水溶及新型肥料的 110 万吨/年的产能。

(4) **史丹利**是我国第一家建成了高塔复合肥生产线的企业，共有 4 个肥料生产园区，至 2022 年年末已拥有复合肥产能 520 万吨，磷酸一铵产能 12 万吨，磷复肥在建产能 180 万吨。

(5) **司尔特**是安徽省最大的高浓度磷复肥生产企业之一，拥有硫铁矿和磷矿资源，形成完整从硫铁矿制酸至磷复肥产品线。目前企业磷复肥园区共有三个，年产能达到 225 万吨。

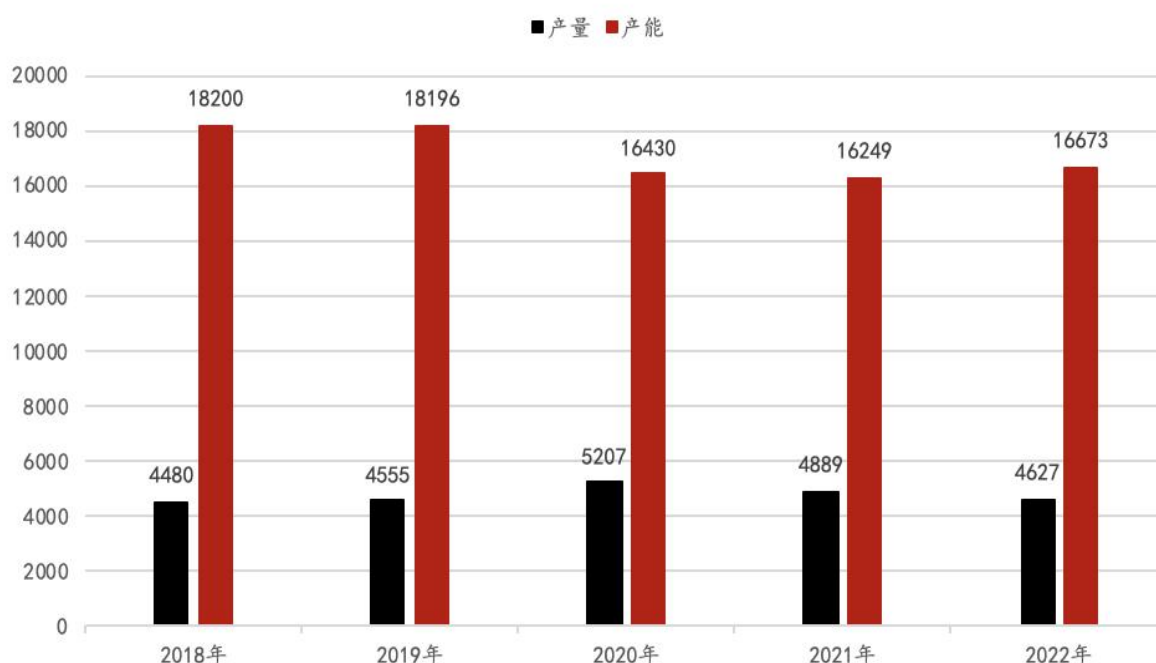
(6) **芭田股份**拥有位于贵州的磷矿资源，企业三元复合肥设计产能达 197 万吨/年，此外还有 30 万吨/年的硝酸磷肥产能。

(7) **六国化工**地处安徽省长江沿线，能够获取优质价廉的磷、硫酸资源。企业生产的尿素、磷酸一铵满足复合肥业务自用需求，年产能均为 30 万吨，复合肥年产能则达到 150 万吨。

二、复合肥供需仍较为过剩

根据卓创数据统计：2022 年国内复合肥产能约为 1.67 亿吨/年，年度产量为 4627 万吨，同比 2021 年略有下降，产能利用率仅有 27.75%，同比下降 2.34%。如果全国复合肥企业满负荷生产，国内年产量可突破 1 亿吨，整个行业供大于求的现象明显。据相关业内人士表示：复合肥装置开停一般比较灵活，开停成本相比尿素装置更低。

中国复合肥年度产能产量（万吨）



数据来源：卓创数据，中信建投期货

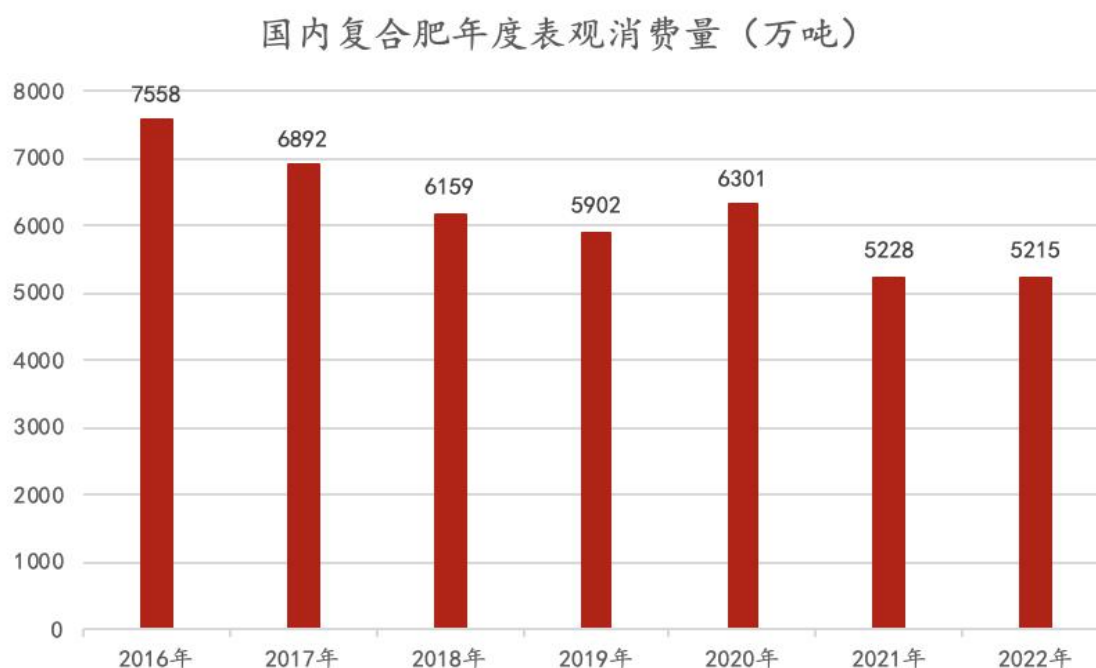
部分重点上市企业利用率超过行业平均水平。上市企业年报中，史丹利未给出复合肥业务的产能利用率与产量数据，司尔特未明确复合肥业务的产能数据，故使用企业磷复肥板块的汇总数据，当中包含部分磷单肥。

此外，云图股份在建 110 万吨复合肥产能，史丹利在建 100 万吨新型复合肥和磷酸铁项目中 80 万吨配套磷复肥产能。

复合肥业务产能情况（万吨）					
企业	设计产能	产能利用率	产量	产量同比增减	在建产能
新洋丰	798	49.23%	392.87	6.64%	0
云图股份	550	59.83%	329.08	13.24%	110
金正大	710	26.73%	189.81	6.16%	0
史丹利（磷复肥）	532	51.28%	272.81	16.23%	180
司尔特（磷复肥）	225	59.48%	133.83	-22.60%	0
芭田股份	197	34.62%	68.20	-4.15%	0
六国化工	150	65.17%	97.76	5.36%	0

数据来源：上市公司年报，中信建投期货

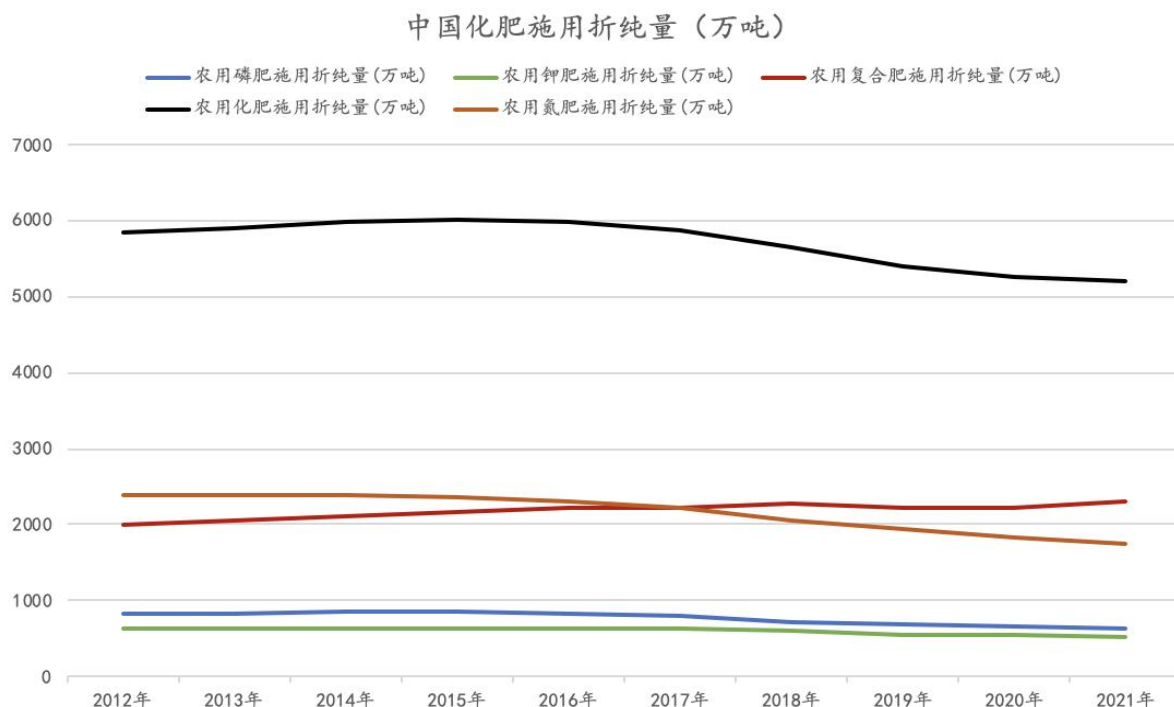
三、国内复合肥需求端持续走弱



数据来源：钢联数据，中信建投期货

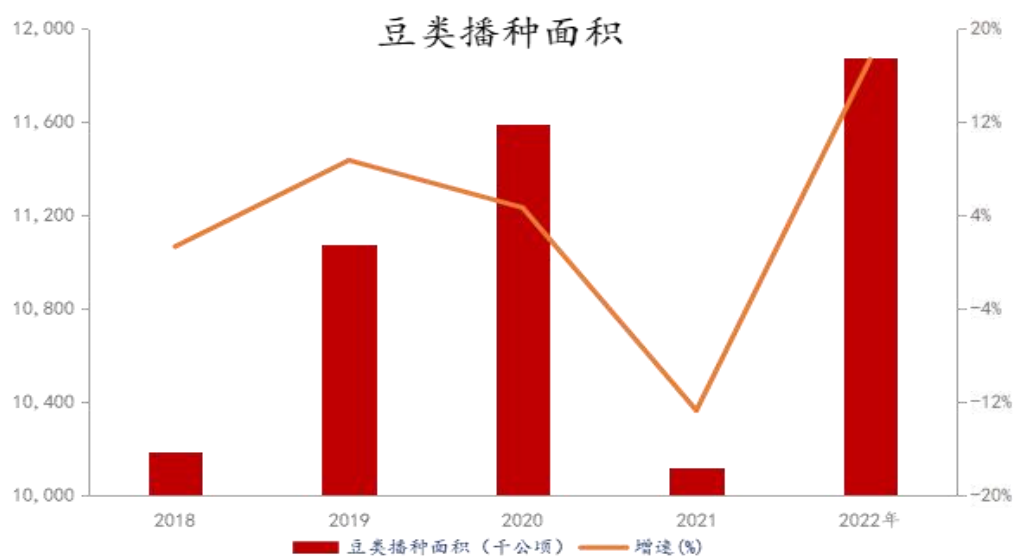
国内复合肥需求主要为农业刚需，各类新型复合肥施用折纯量超过氮肥（根据实地调研，部分农业基层偏向使用复合肥代替尿素）。然而，在国家化肥“减量增效”的政策影响下，

近几年复合肥表观消费量呈逐年下降的趋势，未来供需过剩的情况可能进一步加剧。



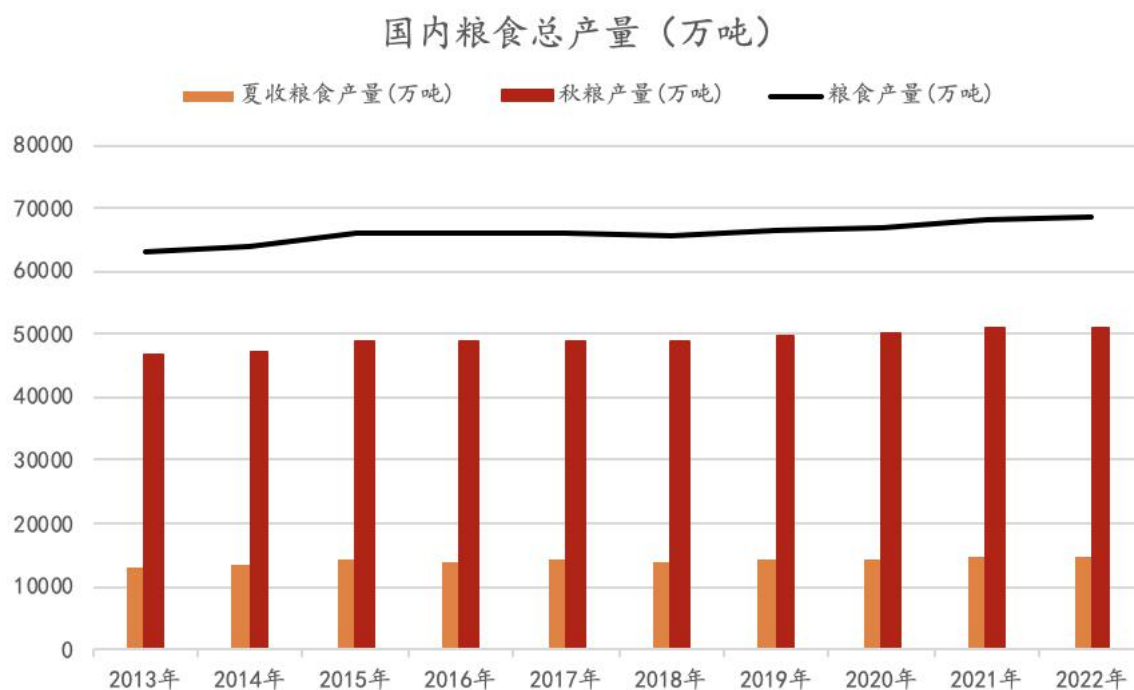
数据来源：国家统计局，中信建投期货

由于国家统计局缺失 2022 年数据，我们以 2021 年数据观察，农用化肥施用折纯量自 2018 年开始整体下滑。其中，氮肥施用折纯量减少较多（主要和近几年国内种植结构面积变动有关：由于国内对大豆等品类对外依存度较高，国家为了保证粮食安全和产量，国内大豆种植面积增加明显，农业基层用氮肥数量出现减少），复合肥使用折纯量变化有限，磷肥和钾肥施用折纯量小幅下滑，但整体变动不大。



数据来源：国家统计局，中信建投期货

国内粮食总产量=夏收粮食产量+秋粮产量。国内主要以秋收粮为主，所以国内粮食种植更多的在春季，复合肥底肥和追肥的需求更多集中在上半年，下半年集中在8、9月的秋肥采购，需求比较分散，对尿素的需求量也相对有限。



数据来源：国家统计局，中信建投期货

四、原料价格下挫，企业成本回落

2022 年上半年，由于俄乌冲突导致部分化工原料的价格暴涨，导致上半年复合肥企业成本激增，利润大幅压缩。

2022 年俄乌事件突发，钾肥出口受限一度引发国内钾肥价格大涨；生产磷肥的原料中，磷矿石、硫磺、合成氨价格大幅上涨；原材料成本的上升（2022 年 6 月达到近五年最高位 3895 元/吨，见下图），使得国内复合肥价格不断上调，山东 45%S 和 45%CL 复合肥价格一度涨超 4000 元/吨。



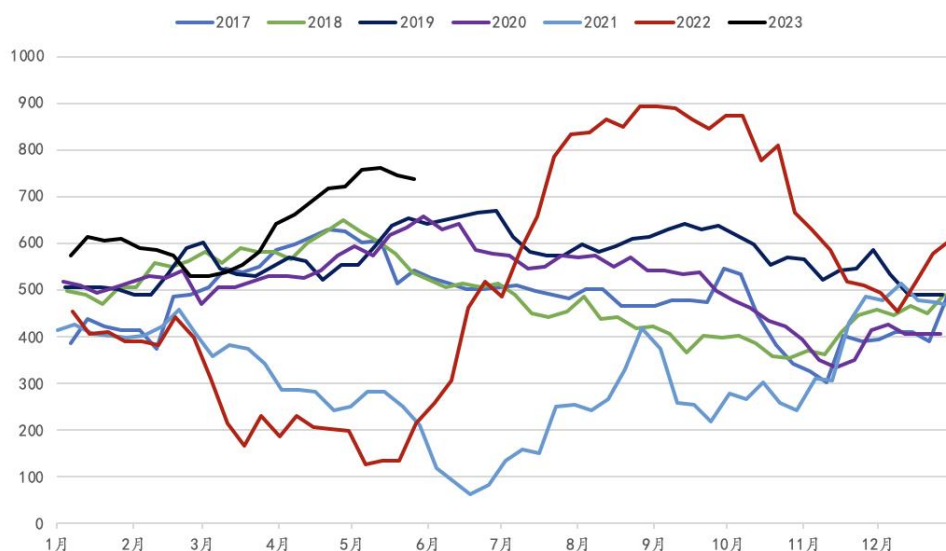
数据来源：钢联数据，中信建投期货

然而，2022 年下半年之后，随着国内外供需偏紧的格局逐步缓解，原料价格开始高位回落。截至 2023 年 6 月初，国内复合肥原料回落至 2021 年水平，但部分原料价格下跌幅度更大，比如合成氨和氯化铵，已经回落至 2020 年的历史偏低水平。复合肥原料价格的大跌，导致当前复合肥生产成本下降，国内主流地区复合肥价格也回落至 2021 年上涨前的水平。

事实上，复合肥企业的销售模式较为特殊。企业为了淡季收单，获取更多的市场份额，

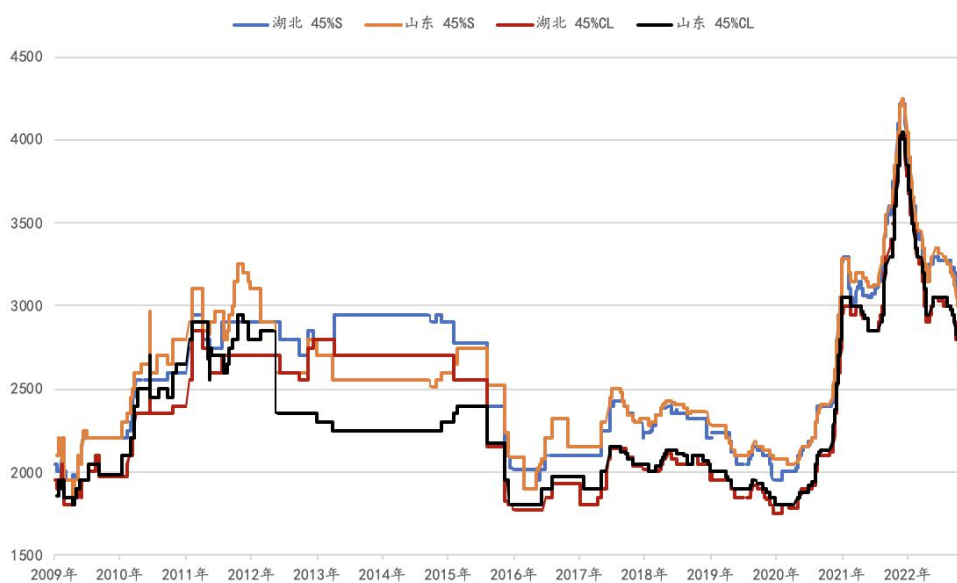
通常会给下游贸易商采用保底政策（具体结算方式分为：按时间结算；按货到时的市场价格结算、按发货流向结算）。如果原料下跌，产品价格下跌，出现差价，复合肥企业会直接补差价给下游贸易商。因此，当前复合肥理论生产利润和实际利润情况存在差距（当前的复合肥产品可能是用前期的高或低价原料生产）。

山东周度复合肥生产毛利（元/吨）

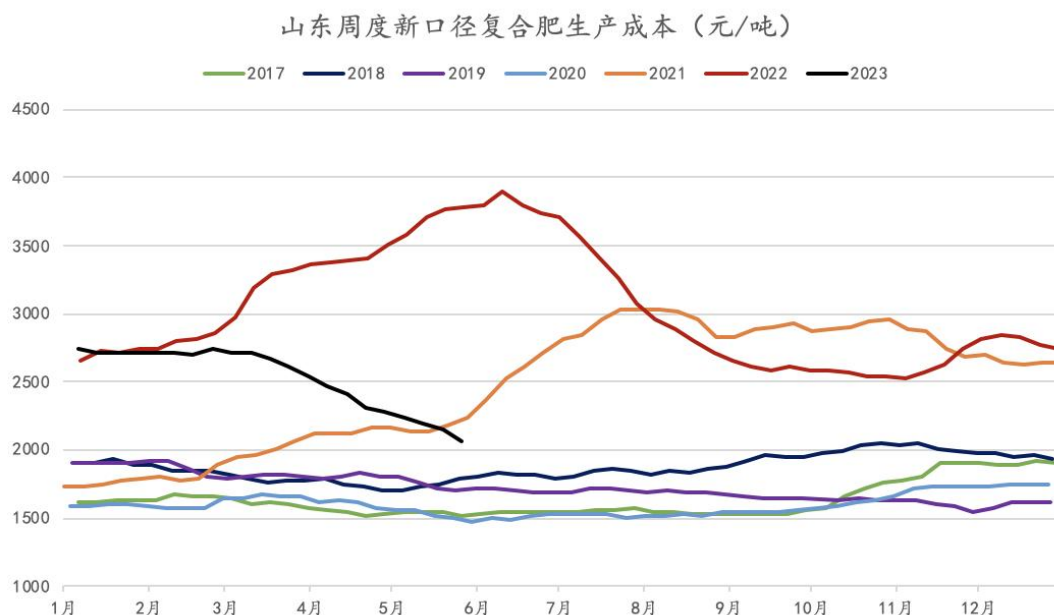


数据来源：钢联数据，中信建投期货

复合肥市场主流价（元/吨）



数据来源：钢联数据，中信建投期货



数据来源：钢联数据，中信建投期货

相比某些高端化工产品，复合肥行业的生产技术门槛并不高，企业无法通过技术壁垒形成绝对的垄断。当前部分上市企业实施成本领先战略，通过对复合肥原材料的资源掌控，降低生产成本，以求扩大企业利润。例如云图股份的全资矿业子公司雷波凯瑞拥有位于四川雷波的磷矿，查明磷矿石储量约 1.81 亿吨，采矿工程完成后，年度开采规模可达 400 万吨；以及新洋丰对磷矿业公司（雷波新洋丰矿业、马山中磷矿业、保康竹园沟矿业）的控股，一定程度上减少了企业的复合肥生产成本，在行业内取得成本优势。当然，部分上市企业（云图股份、新洋丰）也发布过套期保值公告，通过使用期货工具，规避原料（比如尿素期货）的成本波动风险。

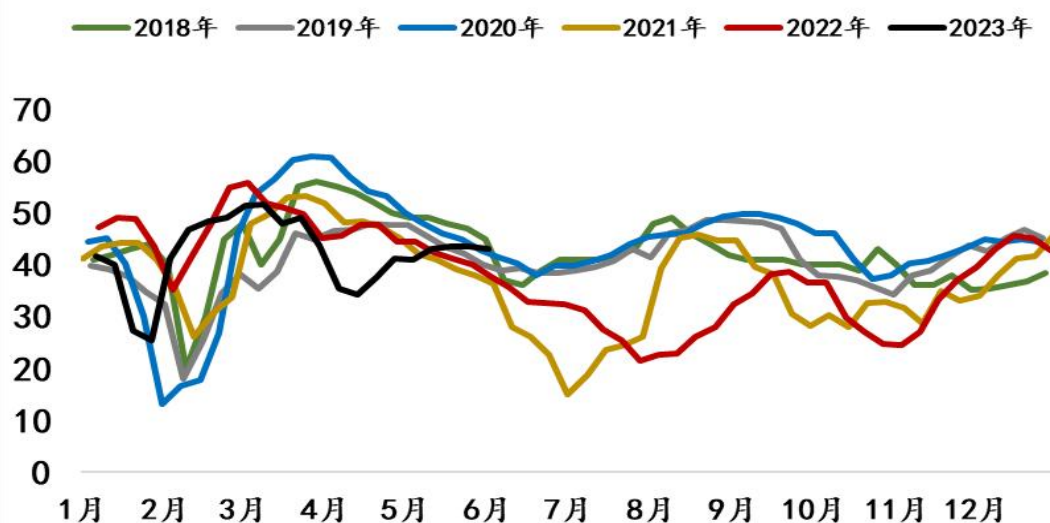
复合肥业务成本情况（元/吨）			
企业	2022	2021	同比增减
芭田股份	3264.64	2447.07	33.41%
金正大	3097.09	2630.04	17.76%
史丹利（磷复肥）	2794.59	2651.34	5.40%
六国化工	2681.26	2035.60	31.72%
司尔特	2588.92	1624.35	59.38%
云图股份	2381.19	1704.80	39.68%
新洋丰	1939.09	2044.36	-5.15%

数据来源：上市公司年报，中信建投期货

2022 年复合肥上市企业整体营收保持稳定增长，其中云图股份和史丹利营收增幅明显，分别增加 49.86%和 42.80%。毛利率方面，尽管 2022 年原材料价格的震荡上行支撑复合肥产品价格的上涨，但也影响了企业的毛利水平，2022 年企业毛利率普遍下降 3-5%。预计在多数原料价格维持下行趋势之下，2023 年复合肥企业的成本压力减轻。

对于复合肥中，尿素用量计算，可参考：如果生产氮磷钾为 15-15-15 的复合肥 100 公斤，那么这 100 公斤复合肥中应有氮养分为 $100 \times 15\% = 15$ 。如果用尿素做为提供氮的原料，尿素的氮养分是 46.3%，所以需要尿素为 $15 / 46.3\% = 32.4$ 公斤，生产 $100 / 32.4 = 3.08$ 公斤复合肥需用 1 斤尿素。

复合肥企业开工率 (%)



数据来源：钢联数据，中信建投期货

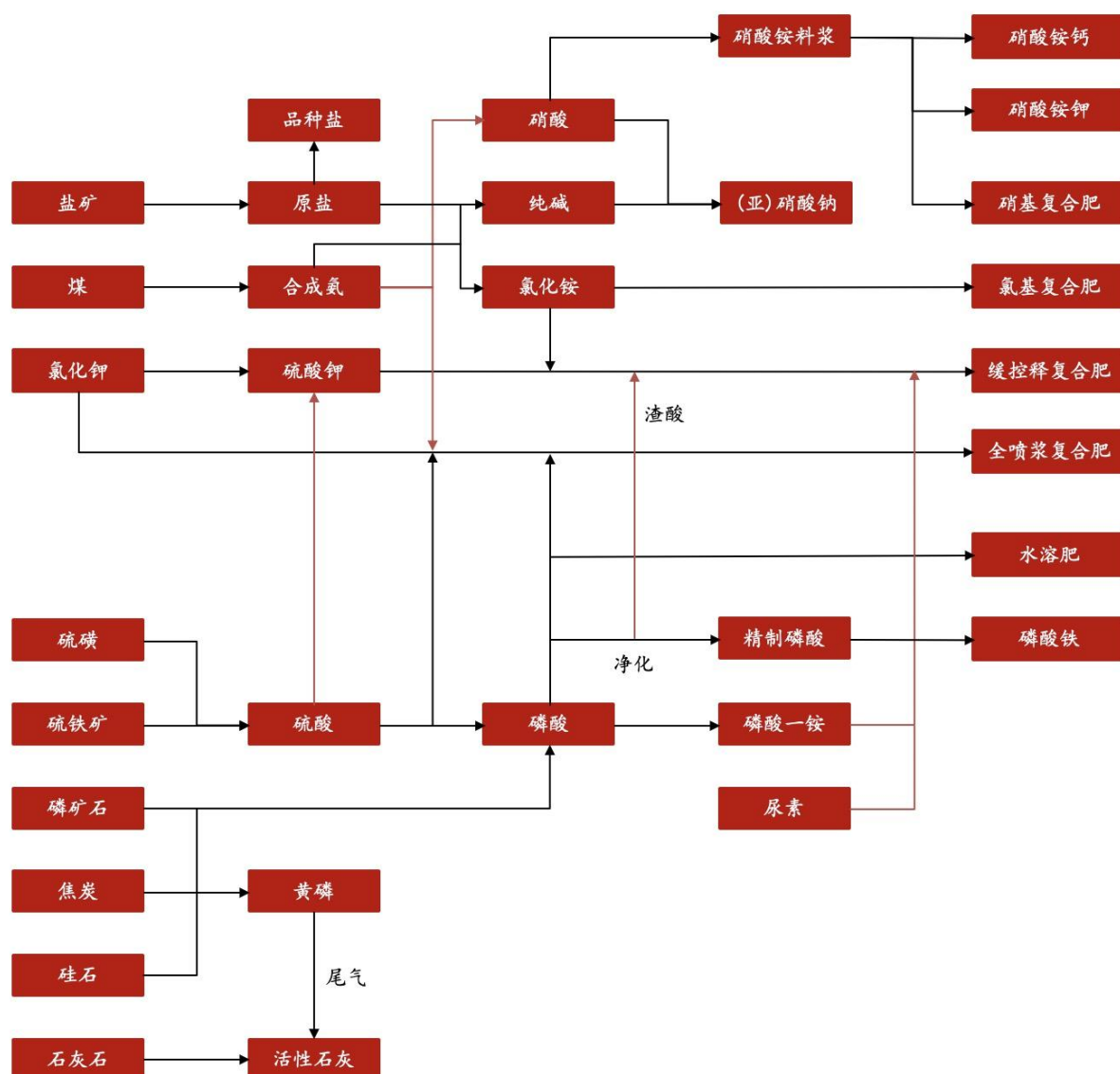
根据钢联数据：2023年1-5月，复合肥产量为2406万吨，同比2022年1-5月，减少205万吨，或7.9%。按照上文提到的比例计算，理论上复合肥产量的减少，对应尿素需求减少70万吨左右（按照480万吨的尿素月度表观消费量计算，70万吨占比14.5%）。

复合肥业务营收情况 (亿元)					
企业	营业收入	营收同比增减	毛利率	毛利率同比增减	占企业总营收比重
新洋丰	119.04	30.61%	12.30%	-5.07%	74.60%
云图股份	93.31	49.86%	16.02%	-4.42%	45.51%
史丹利 (磷复肥)	88.86	42.80%	14.20%	-4.02%	98.31%
金正大	64.74	20.56%	9.20%	-3.23%	64.89%
司尔特 (磷复肥)	45.18	20.58%	21.29%	-6.18%	92.50%
芭田股份	27.74	11.60%	12.99%	-2.90%	97.13%
六国化工	29.01	32.56%	9.64%	-4.05%	38.43%

数据来源：上市公司年报，中信建投期货

五、产业链整合与延伸

上市企业通过自身规模和资金实力，逐渐整合复合肥上下游产业链，完成从矿源到产品全覆盖；在传统复合肥产品的基础上，添加各种微量元素，调配成各类新型复合肥。例如水溶肥、缓控释复合肥以及根据不同农作物调制专用配方肥；这类肥料针对性满足不同土壤和作物的营养需求，满足终端的多元化需求。



数据来源：上市公司年报，中信建投期货

此外，我国政策指明至 2025 年我国汽车总销量的 20%以上将为新能源汽车。根据中国汽车工业协会统计，2023 年第一季度，中国新能源汽车产量达 165 万辆，同比增长 27.7%，销量同比增长 26.2%达到 159 万辆。随着新能源市场规模的扩大，对于碳酸铁锂前置体磷酸铁的需求激增，根据 CIAPS 动力电池应用分会数据显示，2022 年磷酸铁锂电池装机量达 184.5GWh，同比增长 126.5%；根据 GGII 统计，我国在建和规划磷酸铁锂规划产能已超 1200 万吨，截止 2023 年 4 月底，已有 322 万吨产能装置开始试生产。复合肥企业通过磷化工产业链的延伸，扩展新能源相关业务，实现第二曲线发展。新洋丰现已有 5 万吨/年的磷酸铁产能。

六、总结与展望

2022 年，在国内外宏观因素的影响下，复合肥产品所需的原材料价格大幅走高，企业相继提高售价，释放产能，凭借自身优势实现年度营收同比增加。复合肥行业竞争不断加剧，更具规模，更具成本优势的企业将在“减量增效”的趋势下，获取更稳固的市场份额。

展望 2023 年，上市公司年报纷纷指出行业存在的产能过剩问题，但仍对后市持有积极态度，主要源于国内粮食产量的持续增长，肥料刚性需求稳中有增。客观来看，2023 年上半年农需旺季逐步接近尾声，下半年复合肥需求以阶段性释放为主。

此外，在新能源行业高速发展的趋势下，复合肥企业利用现有磷产业链，继续延伸至新能源板块寻求业务增量，进一步提升企业的盈利能力。部分企业通过期货工具的运用，也可达到成本优化，规避成本原料价格风险的目的。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。中信建投的销售人员、交易人员以及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不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、

转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。