



行业评级:
中性 (维持)

行业指数



齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部

分析师

宫玉松

Tel: (86531) 81283779
Fax: (86531) 81283786

郝旭东

Tel: (8621) 58306945
Fax: (8621) 58318543
Email: hawkhxd@hotmail.com

化肥行业：困境中显露机遇

— 化肥行业 2009 年投资策略报告

投资要点:

- ◇投资思路：国内粮食需求的满足、农业发展战略以及种植结构向经济作物的改变将是化肥行业 09 年盈利的基本保证。12 月 1 日关税的调整反映国家已开始寻求化肥企业盈利和支农保障之间的合理均衡。目前，全行业最大的问题是高成本存货巨大，预计到明年 3、4 月春耕旺季时能够消化完毕，此后企业将转向盈利。我们认为化肥行业正在走出低谷，09 年将同步大市，给予中性评级。
- ◇磷肥子行业：硫磺、合成氨等原料成本下降引起的磷肥价格大跌将有力刺激国内 2008 年被抑制的需求，新关税政策的实施沟通了国内外市场，能有效缓解国内磷肥供大于求的矛盾，磷肥行业 2009 年将迎来转机，预计磷肥销售约增加 18% 左右，行业毛利达到 2007 年的正常水平。具备资源优势，具有稳定原料来源，矿肥一体的企业将会获得更大利润空间，关注湖北宜化（000422）。
- ◇氮肥子行业：2009 年，政府对农业的大力扶持，新关税政策的实行，国内煤炭价格的进一步下跌，将会有效刺激国内氮肥需求。国内刚性消费将是氮肥行业的主要支撑，行业前景正在好转。长期看，09 年原油价格有望回升，低质原料煤路线仍将是国内尿素降低成本的有效选择，具有技术、成本优势的龙头企业将在行业整合中获得更好机遇。华鲁恒升（600426）的水煤浆化工艺领先行业，09 年盈利优势明显。
- ◇钾肥子行业：2009 年国内钾肥市场将处于供需弱平衡状态。在世界经济回落下，国际钾肥供给垄断联盟限产保价，09 年中国钾肥进口价格下跌可能性很小，FOB 合同价仍将维持在 586 美元/吨左右。国内钾肥市场，价格高企引起的需求不振使议价能力向买方转移，钾肥的输入型定价模式将会因多种因素的作用而松动，国内钾肥价格在 09 年将会有所下降。但对于具有钾肥矿产资源的国内企业，如冠农股份（600251）及重组中的盐湖钾肥（000792），2009 年仍将是一个丰收之年。

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



表 1: 化肥行业重点公司评级一览

简称	股价	EPS			PE			评级
		07	08E	09E	07	08E	09E	
湖北宜化	8.19	0.72	0.77	0.91	32.0	10.6	11.6	谨慎推荐
冠农股份	30.57	0.08	0.14	1.62	537	221.4	14.0	谨慎推荐
华鲁恒升	10.22	0.65	0.83	0.92	40.8	12.3	13.2	谨慎推荐
四川美丰	6.11	1.01	0.57	0.76	23.0	10.7	12.4	谨慎推荐
建峰化工	9.77	0.85	0.92	1.12	18.9	10.6	13.2	谨慎推荐
六国化工	6.53	0.45	0.49	0.56	38.7	13.3	11.7	谨慎推荐
兴发集团	10.25	0.37	1.21	0.97	64.6	8.5	9.8	中性
盐湖钾肥	58.20	1.29	2.40	3.15	60.4	24.3	17.4	-

资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所



正文目录

一、行业正走出低谷	- 5 -
1、粮食需求是化肥产业走出困境的基本保障	- 5 -
2、国内需求引发种植结构改变，预期更多化肥消费	- 10 -
3、出口关税政策趋于合理稳定，形成支农保障和企业增长的合理平衡	- 13 -
4、经济下行中的其它因素或可成 09 年化肥产业转机	- 17 -
5、我们的观点：09 年 2 季度行业盈利将会好转	- 17 -
二、磷肥行业面临重大转机	- 18 -
国内磷肥供过于求，出口依赖逐步增大	- 18 -
关税政策调整形成重大利好	- 19 -
硫磺价格下跌对磷肥企业 09 年盈利预期形成利好	- 20 -
磷矿石长期看涨，具有磷矿资源的企业今后将有良好表现	- 22 -
三、氮肥行业在整合中前行	- 23 -
煤头气头苦乐不一	- 23 -
国内消费形成支撑，出口或能好转	- 25 -
行业整合，进一步凸显成本优势是行业发展需要	- 27 -
四、钾肥机遇与挑战共存	- 27 -
国际需求低迷，供应商限产保价	- 27 -
国内钾肥需求持续上涨，进口依赖较大，但呈逐年下降趋势	- 29 -
高价政策受到挑战，市场寻求低位均衡	- 30 -
五、重点公司盈利及投资评级	- 33 -
六、风险提示	- 37 -

图目录

图 1: 2007-2008 美国主要粮食价格走势	- 5 -
图 2: 2007-2008 我国主要粮食价格走势	- 5 -
图 3: 中国人口增长	- 6 -
图 4: 我国城乡居民肉类消费量	- 6 -
图 5: 我国谷物产需状况	- 6 -
图 6: 我国氮、磷、钾肥农业施用增长率	- 6 -
图 7: 中央历年农业补贴金额	- 9 -
图 8: 农民收入增加情况	- 9 -
图 9: 我国历年化肥淡储规模	- 10 -
图 10: 美国玉米乙醇现金利差及炼制边际	- 11 -
图 11: 全球商品回报率 (07/12/31~08/12/31E)	- 13 -
图 12: 2007-2008 年 9 月我国氮磷钾单月出口量	- 14 -
图 13: 长三角地区尿素、DAP、钾肥价格	- 14 -
图 14: 历年国内磷肥 (P ₂ O ₅) 产量及增速	- 19 -
图 15: 历年我国磷肥进出口量及表观消费量	- 19 -



图 16: 国内外DAP价格走势	- 20 -
图 17: 历年国内硫磺进口量及增长率	- 21 -
图 18: 国内硫磺价格走势	- 21 -
图 19: 我国磷矿石产量及增速	- 22 -
图 20: 国际化肥级磷酸价格走势	- 22 -
图 21: NYMEX天然气价格走势	- 23 -
图 22: 国内外煤炭价格走势	- 23 -
图 23: 国内外尿素价格走势	- 24 -
图 24: 国际合成氨价格走势	- 24 -
图 25: 历年国内尿素产量、表观消费量及增速	- 26 -
图 26: 历年我国尿素进出口量及增速	- 26 -
图 27: 国际钾肥产能分布	- 28 -
图 28: 全球钾肥产量及消费	- 28 -
图 29: 国内钾肥产量、消费量、进口量	- 30 -
图 30: 2007 年来我国钾肥对进口依存度	- 30 -
图 31: 国内外氯化钾价格走势	- 31 -
图 32: 国内硫酸价格走势	- 31 -

表目录

表 1: 化肥行业重点公司评级一览	- 2 -
表 2: 08 年下半年来国家重要农业政策及举措	- 8 -
表 3: 世界各国生物能源目标	- 11 -
表 4: 我国农业生产中化肥施用存在问题及解决办法	- 12 -
表 5: 2008 我国化肥出口关税主要调整	- 15 -
表 6: 12 月国际磷铵企业开工状况	- 21 -
表 7: 12 月中旬国际尿素主要出口	- 25 -
表 7: 湖北宜化主要财务指标	- 33 -
表 8: 冠农股份主要财务指标	- 34 -
表 9: 华鲁恒升主要财务指标	- 35 -
表 10: 盐湖钾肥主要财务指标	- 36 -
表 11: 全球市场化肥行业主要上市公司估值比较	- 37 -



一、行业正走出低谷

1、粮食需求是化肥产业走出困境的基本保障

国际粮食价格下跌，化肥出口预期减少

国内外农产品价格在经历连续多年快速上涨后，均转入下降周期。据联合国粮农组织介绍，全球粮食价格 2006 年上涨 12%，2007 年上涨 24%，2008 年前 8 个月涨幅则超过了 50%。但从 8 月高点至今，由于全球主要产粮区都获得丰收，如泰国和越南的水稻、美国的玉米，欧盟、俄罗斯和乌克兰等北半球小麦出口国的小麦，同时加上经济金融危机造成下游市场需求的疲软，国际粮价加速下滑，国内由于国有粮食主体收购量占粮食总产量的 45%，国内粮价相对比较平稳。以玉米为例，7 月初到 12 月 10 日，美国芝加哥黄玉米现货价格下跌 57%，而国内黑龙江 2 号玉米仓库交货价仅下跌了 12%。

图1：2007-2008美国主要粮食价格走势

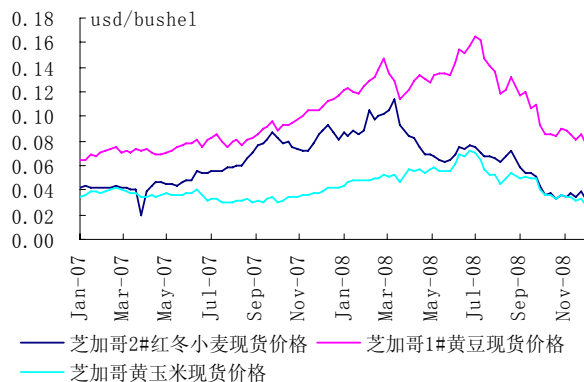
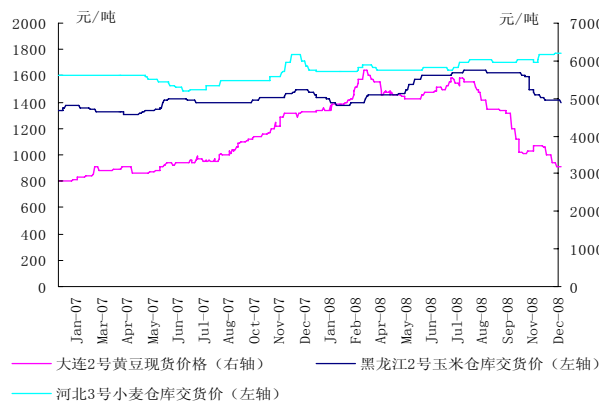


图2：2007-2008我国主要粮食价格走势



资料来源：齐鲁证券研究所

资料来源：齐鲁证券研究所

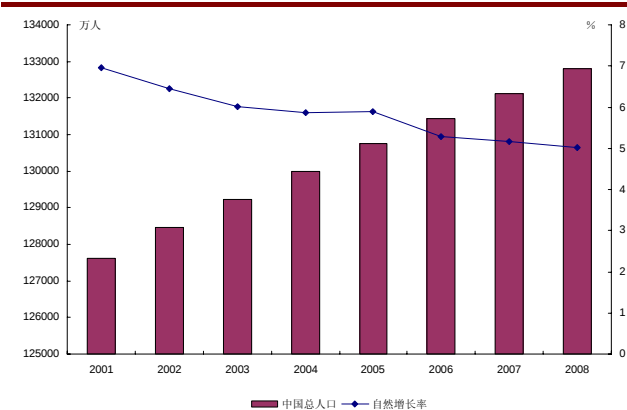
国外农产品价格的跳水，导致 09 年国外农作物种植预期的下降，必将对全球化肥消费产生不利影响。我国化肥出口中，氮肥 2007 年占总产量的 8.5%，磷肥占 17.6%；2008 年前三季度，氮肥出口占 7.9%，磷肥占 11%。考虑到成本和关税影响，我们认为 09 年我国氮肥出口量将会比 08 年更低，但磷肥则要优于 08 年但差于 07 年。总体而言，我国历年氮肥出口只占总产量的 10% 左右，对国内氮肥生产影响不大，而国内粮价的相对稳定，则会对我国化肥产业形成有力支撑。



国内粮食刚性需求的增加是化肥产业的基本保障

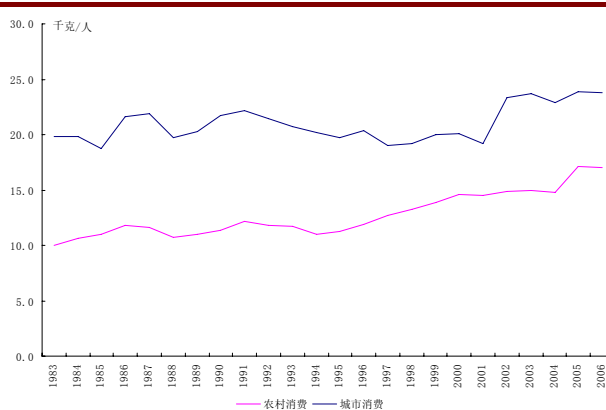
在国家强农惠农政策的有力支持下,我国虽然实现连续五年粮食丰收,但从上期看,随着人口增长,饲料和工业等需求的急速增长,小麦、稻谷和玉米三大粮食品种仍保持供需“紧平衡”状态。目前,我国人口增长速度虽在下降,但由于基数庞大,每年仍增长约 664 万人,按人均耗粮 389 公斤计,则每年需多生产 25.8 亿公斤粮食。同时,我国居民的饮食结构具有明显的发展中国家特征,肉类消费逐年增加,据统计,农村人均肉类消费 2006 达到 17.0 公斤,城市人均均为 23.8 公斤,分别比 2000 年增长 16.4 % 和 18.4 %,而我国 1 公斤猪肉的成本折成粮食是 4~6 公斤。

图3: 中国人口增长



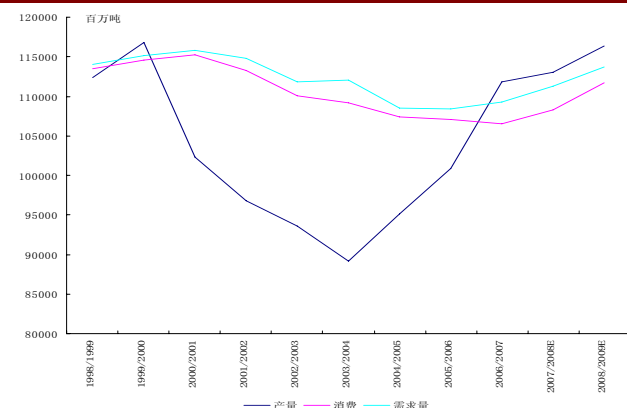
资料来源: 齐鲁证券研究所

图4: 我国城乡居民肉类消费量



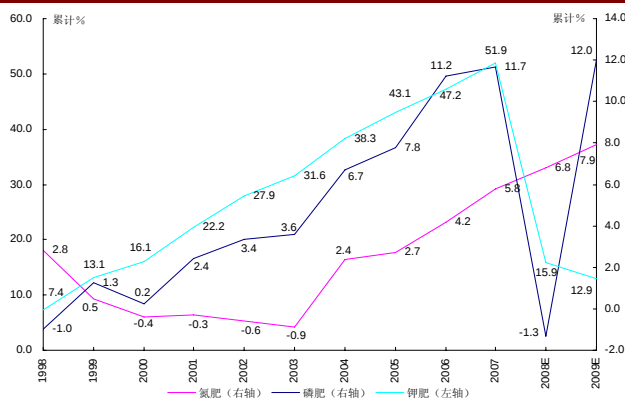
资料来源: 齐鲁证券研究所

图5: 我国谷物产需状况



资料来源: 齐鲁证券研究所

图6: 我国氮、磷、钾肥农业施用增长率



资料来源: 齐鲁证券研究所



我国《国家粮食安全中长期规划纲要(2008-2020年)》预测,到2010年中国居民人均粮食消费量为389公斤,粮食需求总量达到5250亿公斤;到2020年人均粮食消费量为395公斤,需求总量5725亿公斤。若按粮食自给率为95%计,2020年中国粮食综合生产能力要达到5400亿公斤以上。而与此同时,我国耕地面积则逐年下降,目前距离18亿亩红线仅剩0.26亿亩。据联合国粮农组织统计数据显示,施用化肥对提高粮食产量的贡献率在35%-40%左右,因此在我国人多地少的情况下,多施肥、科学施肥也已经成为未来每年化肥需求的支撑位。

据计算,我国近年农业种植化肥施用上,氮肥每年保持1.3%左右的稳定增长,磷肥在06、07年有11%左右的增长,而钾肥则有50%的年增长。但是由于08年成本推动磷、钾肥价格的高企,造成国内施用下降,我们认为,在目前磷肥价格已跌至谷底、农民收入增加及国家农业政策支持的情况下,09年国内磷肥的需求将有大的补偿回升;钾肥则由于定价权在于国外垄断寡头,在高昂价格下,需求仍会低迷。

政府近期出台的各种惠农政策在保障农业生产的同时也刺激着 化肥产业的复苏

17届3中全会确定的农村土地流转政策,将导致规模化、集约化农业企业的诞生,这将从根本上解决目前土地撂荒以及土地分散种植经营效率低下的问题。在提高土地利用率和产出率的客观要求下,必将提高农药、化肥的使用量,给相关支农行业公司带来利好。

在粮食种植上,启动实施全国新增1000亿斤粮食生产能力规划,加快建设优质粮食产业工程和大型商品粮生产基地,加快东北地区大豆、长江流域油菜、新疆优质棉生产生产基地建设;种植收入上,对于08年下半年以来由于秋粮集中上市,国内稻谷、玉米市场价格回落给农民造成的净收入下降,国家也已经采取加大秋粮收储力度等措施,调节市场供求、努力保持粮食市场和价格基本稳定,同时,大幅提高09年粮食收购价格,切实保护农民利益和种粮积极性;农业种植成本方面,针对08年化肥价格剧烈波动,提出09年建立化肥等农资价格上涨与提高农资综合直补联动机制。这些政策措施基本包含了农产品生产流通各个环节,充分保障了09年粮食产量的增加和农民赢利增多的预期,将会进一步刺激国内用肥需求。


表 2：08 年下半年来国家重要农业政策及举措

日期	政策内容	政策目标
2008/10/13	农业部办公厅关于做好秋冬季测土配方施肥工作的通知	对科学施肥进行指导，合理施肥结构，增加粮食产量
2008/10/19	关于提高2009年小麦最低收购价格的通知	每50公斤白小麦（三等，下同）、红小麦、混合麦最低收购价格分别提高到87元、83元、83元，比2008年分别提高10元、11元、11元。稻谷最低收购价格也要较大幅度提高，具体水平另行公布。
2008/10/20	中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题决定	巩固农业基础地位，保障农民权益，健全农村经济体制，明显提高农业综合生产能力。提出农村土地承包经营权流转，流转的底线是不得改变土地集体所有性质、不得改变土地用途、不得损害农民土地承包权益，提出“逐年大幅提高补贴水平”。
2008/11/13	国家粮食安全中长期规划纲要（2008—2020年）	稳定耕地18亿亩，其中农田保有量不低于15.6亿亩，粮食自给率95%，到2010年人均粮食消费量不低于389公斤，到2020年不低于395公斤。大力推广使用有机肥料、生物肥料、生物农药。
2008/11/20	国家税务总局关于发布享受企业所得税优惠政策的农产品初加工范围（试行）的通知	对粮食、油料植物等9类作物初加工产品，以及对畜牧业、渔业相关初加工产品，从2009年1月1日起可享受13%的进项增值税抵扣，运输费用可享受7%的进项增值税抵扣。
2008/12/11	国务院常务会议部署做好当前农民工工作决定增加农机具购置补贴	指出切实做好当前农民工工作，鼓励返乡农民工参加农业和农村基础设施建设；同时决定2009年增加农机具购置补贴，中央安排农机具购置补贴资金100亿元，比08年增加60亿元。
2008/12/15	国家进一步加大秋粮收储力度 保持粮食市场和价格基本稳定	10月20日第一批中央储备和国家临时存储粮食收购计划1650万吨，12月1日第二批国家临时存储粮食收购计划1400万吨，两批收储计划总量共3050万吨，其中东北地区玉米1000万吨、大豆300万吨、稻谷850万吨，南方主产区稻谷900万吨。
2008/12/15	国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见	积极发展面向农户的小额信贷业务，增加扶贫贴息贷款投放规模；对农户小额贷款、农业担保和农业保险实施优惠政策，鼓励金融机构加大对“三农”的信贷支持力度；推动期货市场稳步发展，探索农产品期货服务“三农”的运作模式。
2008/12/16	农业部关于进一步加快2008年新增农业投资项目建设进度的紧急通知	确保2009年2月28日前完成农村沼气项目，优质粮食产业工程，动物防疫体系建设等5类项目。其中，农村沼气方面，共投入30亿元，新增的沼气用户预计每年生产沼气6.5亿立方米，为农户节约燃料、化肥等直接支出8.5亿元。

资料来源：齐鲁证券研究所

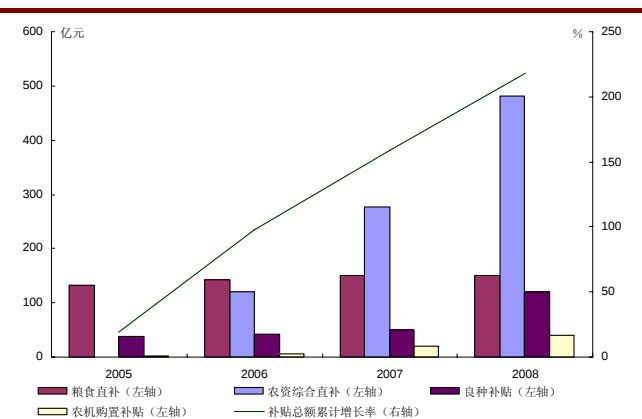
化肥施用量与农民净收入密切相关，国家政策主要从收入和成本两个方面实现农民净收入的增加。收入上，提高粮食价格是最直接有效的惠农政策，按2008年粮食产量5250亿公斤计，09年粮食收购价格提高10%，则全国农民的收入总额将提高1050亿元。在我国，化肥成本一般占农民可支配收入的10%，则在理论上化肥企业可以在最低收购价上调中获得100亿元左右的收入增长空间。



成本方面，我国主要是通过农业补贴政策来降低农民种植成本，间接增加农民净收入。2004 年国家开始实行对农民发放粮食直补、良种补贴以及农机购置补贴，2006 年在废除农业税的同时，国家又增加了农资综合补贴专项资金，用于弥补生产资料价格变动对农民种粮的增支影响。目前，这四项补贴已经构成我国农业补贴机制的基础，补贴金额逐年实现快速增长，有效保护农民种粮收益，调动农民种粮积极性，也间接增加了化肥的需求量。

2008 年，农资综合直补为 482 亿元，粮食直补 151 亿元，良种补贴 120.7 亿元，农机购置补贴 40 亿元，总金额达到 793.7 亿元，较 2007 年增长 59.4%。其中，良种补贴作物已扩大到水稻、小麦、玉米、大豆四大粮食作物，其中水稻实行全覆盖补贴，小麦、玉米分别补贴 2 亿亩，大豆补贴 0.4 亿亩，合计补贴面积占全国粮食种植总面积的 50% 以上。

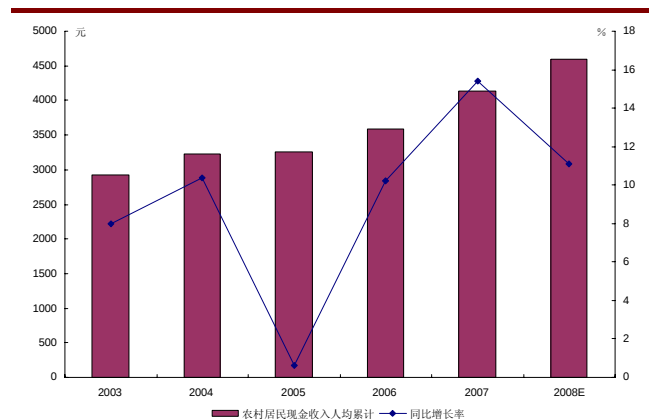
图7：中央历年农业补贴金额



资

资料来源：齐鲁证券研究所

图8：农民收入增加情况



资料来源：齐鲁证券研究所

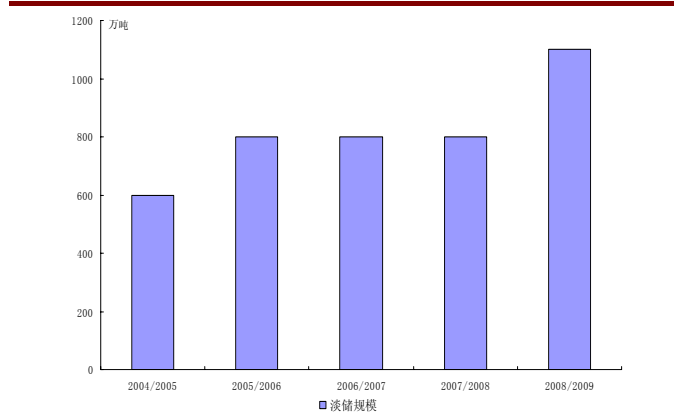
长期看，我国农业补贴政策还有很大提升空间。根据 WTO 相关规定，以上四项补贴属于限制类的“黄箱政策”，即能够直接影响农产品成本的补贴，我国加入 WTO 时承诺这类补贴不超过农业生产总值的 8.5%，而我国现在的补贴水平只占农业总产值的 3%，还有 5.5%，即 1885 亿元的补贴空间。17 届 3 中全会指出，今后将“逐年大幅提高补贴水平”，我们预计 09 年农补总金额将维持 06 年以来的高增长幅度，达到 40% 以上，这将显著提升农民收入，降低农民种植成本，增加农民用肥需求。



国家淡储规模逐年增大，有利于化肥价格支撑

农业用肥需求增加，同时也需保障化肥的供给。化肥产业具有明显的常年生产、季节使用的矛盾，需求旺季时供不应求，淡季时库存严重，企业多数减产，这不利于农业生产的用肥保证。为此，我国 2005 年就出台了化肥淡季商业储备方法。2008 年，国家级化肥淡储总量由 1000 万吨提高到 1100 万吨（实物量），比 2005 年提高 500 万吨，同时不少地方政府淡储规模也有所提高，例如福建就由去年的 100 万吨提高到 120 万吨，提高了 20%。总的来说，08 淡储的进行有利于缓解下半年以来国内氮磷肥企业产品库存积压、销售不畅等问题，有利于化肥价格支撑。

图9：我国历年化肥淡储规模



资料来源：齐鲁证券研究所

今年淡储开始以来，化肥市场需求仍然不旺，一是由于国际金融危机的影响，一些生产企业和流通企业因价格的冲击而遭受重创，高价原料与产品积压造成资金链条出了问题，二是买涨不买落，因市场恐慌造成的持币观望。但是农民总归还是要用肥，加上国家一系列对农业的政策支持，预计到明年 3、4 月份市场形势将会明显好转，2009 年的市场将会贴近 2007 年行情。

2、国内需求引发种植结构改变，预期更多化肥消费

国外生物燃料市场 09 年前景暗淡，减少国际化肥需求

在全球能源紧张的大背景下，尤其在国际油价高企的 2006、2007 年，



各国纷纷出台生物燃料发展目标。

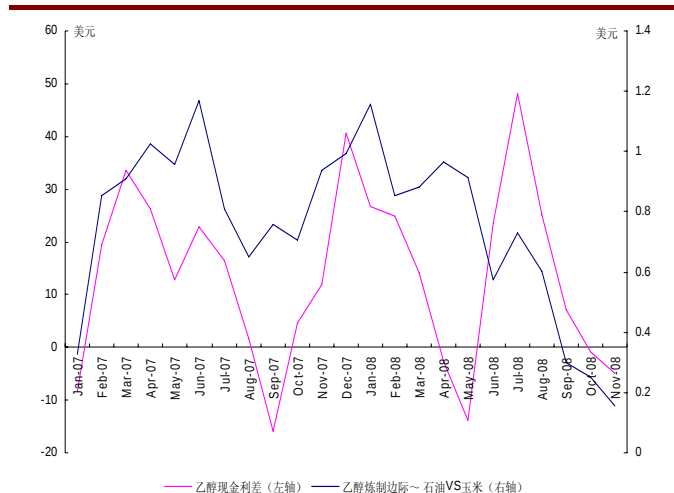
表 3: 世界各国生物能源目标

国家/国家集团	目标
巴西	无水乙醇与汽油强制性混合比例为20-25%；生物柴油与柴油的最低混合比例2010年底要达到5%
中国	到2020年，交通运输能源需求的15%利用生物燃料
日本	到2010年，产量转换成原油为500000千升
美国	2008年达到90亿加仑，2022年提高到360亿加仑，其中210亿加仑为先进生物燃料（160亿加仑来自纤维素生物燃料）
欧盟	2020年达到10%

资料来源：齐鲁证券研究所

但伴随7月下旬以来原油价格的一路下行，作为替代燃料的生物能源短期内遭遇严重打击，生产企业利润不断下滑，甚至出现亏损。以生物能源发展最快的美国为例，美国涉及玉米乙醇生产的公司2008年9月已达160家，比2007年第3季度增加57家，但其玉米制乙醇的现金利差，以及对石油的炼制边际都在持续下降。

图10: 美国玉米乙醇现金利差及炼制边际



资料来源：齐鲁证券研究所

利润下降传导至农业上，就是玉米种植收益大幅下降，即使美国环保局（EPA）增加2009年可再生燃料使用标准（RFS）至10.21%，相当于111亿加仑乙醇，但种植利润的下降，必然会导致农民转种其他作物。据



Informa 机构公布的报告显示,2009 年美国玉米种植面积预计为 8229 万英亩, 低于美农业部报告 08 年的 8589 万英亩水平; 2009 年美国大豆种植面积预计为 8146 万英亩, 高于 08 年的 7588 万英亩。而在农业上, 大豆所需氮肥仅是玉米的 1/3 左右, 这将在一定程度上影响国际氮肥的需求。

国内测土配方的实施, 将导致化肥消费中氮降、磷稳、钾增

我国农业生产中, 氮肥施用明显过量, 滥施化肥导致化肥施用“增量不增收”现象的产生, 近两年, 伴随化肥价格突涨, 也极大的增加了农民的成本负担。为此国家启动测土配方施肥工程, 农业部出台《2008 年秋冬季科学施肥指导意见》, 09 年化肥施用将由单纯的增加施用量向提高利用率转变。

表 4: 我国农业生产中化肥施用存在问题及解决办法

产区作物	问题	施肥建议
华北平原冬小麦	氮磷化肥用量普遍偏高, 肥料增产效率下降	适当调减氮磷化肥用量, 增施有机肥, 实施玉米秸秆还田, 提倡有机肥无机肥配合施用。
长江流域冬小麦	有机肥用量少, 过量施氮	适当减少氮肥总用量, 缺磷土壤应适当增施磷肥或稳施磷肥。
西北地区旱作冬小麦	养分投入较低, 有机肥施用不足, 肥料增产效率下降	增施有机肥, 提倡有机无机配合施用。
长江流域冬油菜	氮磷钾肥用量普遍较低	增施有机肥, 提倡秸秆还田, 适当降低氮肥基施用量。
南方秋冬季马铃薯	有机肥和钾肥施用量不足	增施有机肥, 提倡有机无机配合施用; 依据土壤钾素状况, 适当增施钾肥。
苹果	有机肥投入数量不足	果实膨大期适当减少氮肥用量、增施钾肥; 增施有机肥, 控制周年氮磷肥的施用总量。
柑橘	有机肥投入数量不足	注重施用有机肥, 大力发展果园绿肥, 优化氮磷钾肥合理施用量和时期。
露地大白菜	偏施氮肥现象严重	重施有机肥, 氮磷钾合理配合。
日光温室秋冬茬蔬菜	施肥过量现象普遍, 施肥比例不合理	综合考虑环境养分供应, 适当调减氮磷钾化肥用量; 老菜棚注意多施秸秆类堆肥, 少施禽粪肥。

资料来源: 齐鲁证券研究所

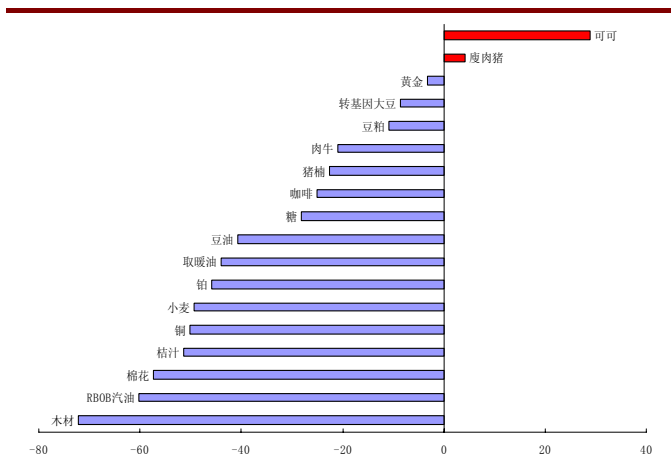
1982 年, 国内化肥氮磷钾的消费结构比为 1: 0.33: 0.05, 2007 年施肥结构为 1: 0.33: 0.23, 可以预计在 2009 年测土配方指导下, 我国农业施肥将侧重于增施有机肥、实现秸秆还田, 提倡有机肥无机肥配合施用, 这必将进一步减少氮肥、稳定磷肥、适当增加钾肥。



国内种植结构变化保障化肥需求增加

居民需求结构的变化将导致国内种植结构发生巨大变化，近几年我国总播种面积中粮食作物面积下降而经济作物面积持续增长。2006 年小麦、水稻、玉米和大豆四大粮食作物的种植面积为 105489 千公顷，比 2000 年降低 2.7%，而蔬菜和果园种植面积则达到 28259 千公顷，比 2000 年上涨 17%。而农业上，蔬菜、果园的氮、磷肥施用量平均是基础粮食作物的 2 倍以上，钾肥则接近 3 倍左右。

图11：全球商品回报率（07/12/31~08/12/31E）



资料来源：齐鲁证券研究所

因此，我们认为我国在保证粮食产出的情况下，在市场需求及回报率引导下，经济作物种植面积 09 年必将继续扩大，足以抵消各种不利影响，保障我国化肥需求的稳定增长。

3、出口关税政策趋于合理稳定，形成支农保障和企业增长的合理平衡

国内氮、磷肥产能过剩，市场低迷，企业存货增加，毛利下降

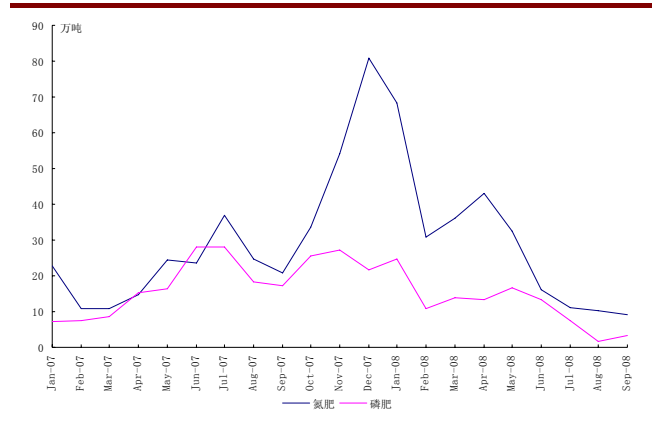
近两年，随着国内新建、扩建项目的不断上马，氮、磷肥产能过剩矛盾日益突出。这使我国成为尿素和磷复肥的主要出口国，07 年氮肥和磷复肥出口占国内总产量的比例分别达到 8.6% 和 17.6%。到 2008 年底，预计我国尿素产能将达到 6100 万吨，我国磷酸二铵产能约 1200 万吨，均比去年



同期有所上涨，但国内需求并没有出现相应的增长，甚至有些化肥品种的国内需求量反而因价格上涨因素出现了较为明显的下滑。

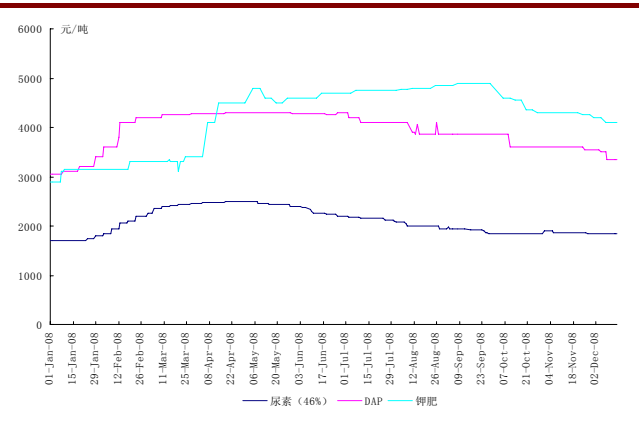
而国家为保证国内农业用肥需求，从4月起开始征收100%特别出口关税，并在9月再度提高尿素特别关税至150%，以抑制国内化肥出口。两个因素叠加，导致国内氮、磷肥供需严重失衡，肥企产销率下半年以来持续走低，化肥库存增加。据中国石油和化学工业协会分析报告显示，10月份，化肥产销率为92.5%，同比下降6.1个百分点，环比下降0.4个百分点，其中磷肥销售率只有79%，同比下降17.6个百分点，环比下降6个百分点；同时，截至10月底，磷酸二铵库存为191万吨，磷酸一铵库存约90万吨，复合肥库存180万吨左右；另据对112家大中型氮肥企业调查显示，其尿素库存合计128.9万吨，占总产量的63%，同比增加28%。

图12: 2007-2008年9月我国氮磷肥单月出口量



资料来源：齐鲁证券研究所

图13: 长三角地区尿素、DAP、钾肥价格



资料来源：齐鲁证券研究所

库存大幅增加使得降价促销成为必然选择，并且由于8月下旬以来，国际经济金融危机的恶化，资源价格快速回落，进一步对国内化肥价格形成打压。在产品价格下降及原材料等成本下降滞后的双逆向因素作用下，国内化肥生产企业毛利率不断下降，9月至今氮、磷肥生产企业亏损已成必然。

同时，在成本支持下，化肥价格不能无限制下跌，减产已成为行业另一选择。据统计，11月化肥总产量(折纯)400.9万吨，同比下降16.3%，环比下降12.8%。其中，氮肥产量306.2万吨，同比下降12.8%；磷肥产量83.6万吨，同比降23.9%。另据氮肥协会10月底对全国190家氮肥企业抽



样调查显示，其中有 40 家停产，占调查企业的 21.1%。

新关税政策趋于合理，表明国家对化肥产业的扶助

表 5：2008 我国化肥出口关税主要调整

商品名称	2008/1/1/调整	2008/4/1/调整	2008/9/1/调整	2008年12月1日
尿素	2008 年 1 月 1 日至 3 月 31 日为 30%；2008 年 4 月 1 日至 9 月 30 日为 35%；2008 年 10 月 1 日至 12 月 31 日为 25%。	2008 年 4 月 1 日至 9 月 30 日加征 100 % 特别关税，总税率为 135 %。	2008 年 9 月 1 日至 9 月 30 日加征 150 % 特别关税，总税率为 185 %；2008 年 10 月 1 日至 12 月 31 日加征 150 % 特别关税，总税率为 175 %。	旺季：35%；淡季：当出口价格不高于基准价格时，10%；当出口价格高于基准价格时，税率 = (1.1 - 基准价格/出口价格) × 100 (基准价格按 2.3 元/公斤计算)；特别关税，旺季为 75%。旺季为 2009 年 2-6 月、9 月 1 日-11 月 15 日，淡季为 2008 年 12 月、2009 年 1 月、2009 年 7-8 月、2009 年 11 月 16 日至 12 月 31 日。
MAP 及 MAP 与 DAP 的混合物	2008 年 1 月 1 日至 3 月 31 日为 20%；2008 年 4 月 1 日至 9 月 30 日为 30%；2008 年 10 月 1 日至 12 月 31 日为 20%。	2008 年 4 月 1 日至 9 月 30 日加征 100 % 特别关税，总税率为 130 %。	2008 年 9 月 1 日至 9 月 30 日加征 100 % 特别关税，总税率为 130 %；2008 年 10 月 1 日至 12 月 31 日加征 100 % 特别关税，总税率为 120 %。	旺季：35%；淡季：当出口价格不高于基准价格时，10%；当出口价格高于基准价格时，税率 = (1.1 - 基准价格/出口价格) × 100 (基准价格按 3.7 元/公斤计算)；特别关税，旺季为 75%。旺季为 2009 年 2-5 月、8-10 月，淡季为 2008 年 12 月、2009 年 1 月、2009 年 6-7 月、2009 年 11-12 月。
DAP	2008 年 1 月 1 日至 3 月 31 日为 20%；2008 年 4 月 1 日至 9 月 30 日为 30%；2008 年 10 月 1 日至 12 月 31 日为 20%。	2008 年 4 月 1 日至 9 月 30 日加征 100 % 特别关税，总税率为 130 %。	2008 年 9 月 1 日至 9 月 30 日加征 100 % 特别关税，总税率为 130 %；2008 年 10 月 1 日至 12 月 31 日加征 100 % 特别关税，总税率为 120 %。	旺季：35%；淡季：当出口价格不高于基准价格时，10%；当出口价格高于基准价格时，税率 = (1.1 - 基准价格/出口价格) × 100 (基准价格按 3.7 元/公斤计算)；特别关税，旺季为 75%。旺季为 2009 年 2-5 月、8-10 月，淡季为 2008 年 12 月、2009 年 1 月、2009 年 6-7 月、2009 年 11-12 月。
氯化钾		2008 年 4 月 1 日至 9 月 30 日加征 100 % 特别关税，总税率为 130 %。	2008 年 9 月 1 日至 12 月 31 日加征 100 % 特别关税，总税率为 130 %。	基准税率 30 %，特别关税为 75%。

资料来源：齐鲁证券研究所



2008 年以来，国家为限制化肥出口，保证国内农业生产用肥，先后进行了 4 次化肥出口关税调整。前 3 次调整是逐步递增的，在 9 月调整后达到最高，成功阻断了国内化肥的出口。但在国内氮，磷肥产能明显过剩的情况下，高关税也直接导致了目前国内化肥企业的困境。

08 年 12 月 1 日起，国家第 4 次关税调整实施了淡旺季差别关税，放宽了尿素、DAP 以及 MAP 的淡季出口条件，实行基准价格税制，基本关税仅有 10%，这将有效促进化肥淡季出口增长。由图 12 可以看出，在没有实施特别关税的 2007 年以及税率较低的 2008 年 4 月以前，我国氮磷肥均能保持稳定出口，特别是在淡季的出口量要显著高于其他月份。第 4 次关税调整虽然也同时大幅降低了旺季特别出口关税，但就目前国内外市场的实际价差及国外需求预期来看，110% 的总关税仍将继续杜绝氮磷肥的出口。可以看出，此次关税调整，表明国家已认识到国内化肥产业现状，开始综合考虑化肥生产企业盈利和支农保障之间的合理平衡，在淡季刺激出口，旺季保证国内农业生产需求。

新关税政策不仅从出口方面给予化肥产业扶助，国内外市场的沟通还有助于提振国内市场信心，避免因供过度大于求而造成化肥价格杀跌，从而在价格上也给予支撑。12 月以来，国内尿素价格稳定在 1700 元/吨，DAP 价格在 3050 元/吨，预计后期也将不会低于这个价位。

此外，2008 年上半年化肥价格的持续高位及农产品价格较低等因素导致农民购买力不足，也抑制了部分农民的用肥需求。据磷肥协会统计，2008 全年 DAP 实际消费量在 380 万吨左右，较去年下降 30% 左右。前期高额特别关税的实行以及下半年来生产资料成本的下降，使国内化肥价格回归理性，2009 年的低化肥价格必将刺激农民施肥量增加。

我们预计，实施淡旺季差别关税的 2009 年，我国化肥出口量和国内需求量都将有望显著增长。以 2007 年至 2008 年 9 月期间的出口和消费量估算，将使氮肥需求扩大约 2%，使磷肥需求扩大约 18.0%。但考虑到目前国内氮磷肥企业高价库存较大，因而短期内仍需以消化库存为主，但随着春耕旺季的到来，国内化肥销量和价格均有望迎来一次回升。



4、经济下行中的其它因素或可成 09 年化肥产业转机

受国际金融经济危机的影响，大量城市打工农民返乡务农，这将对明年的农业耕种率有一定的拉动作用。2008 年 12 月 11 日，国务院常务会议特别指出切实做好当前农民工工作，鼓励返乡农民工参加农业和农村基础设施建设。

若下游经销商始终不愿意拿货，导致化肥企业大量停产限产，可能会影响明年的化肥供应，供应紧张下，价格及需求均有望得到提升。

国家为刺激经济而采取的各种措施将从侧面对化肥企业形成利好。如央行 11 月 27 日下调金融机构一年期人民币存贷款基准利率各 1.08 个百分点，对资产负债率平均 50% 以上的化肥行业来讲，将明显降低财务费用。此外，2009 年 1 月 1 日开始实行的增值税改革，也会对投资规模较大的化肥行业产生有利影响。

短期内化肥行业若无起色，存在国家进一步调整出口关税，甚至改革化肥价格形成机制的可能，将会对化肥行业形成利好。

5、我们的观点：09 年 2 季度行业盈利将会好转

民以食为天，只要有人就必须吃粮。虽说 08 年全球粮食产量达到历史最高水平的 21.6 亿吨，但同期世界粮食消费量增加了 1.7%，达到 21.5 亿吨，2008/2009 年度全球粮食库存仍将保持低库存。对于中国，人多地少仍是主要矛盾，需要更多利用包括化学肥料在内的养分以提高亩产。国内粮食需求的满足、农业发展战略以及种植结构向经济作物的改变将是化肥行业 09 年盈利的基本保证。

目前行业的困境是国内产能扩张、08 年以来高出口关税政策以及下半年生产资料价格大幅下跌等因素共同造成的。但 12 月 1 日关税的调整反映国家已开始在寻求化肥企业盈利和支农保障之间的合理均衡。2009 年，淡旺季差别关税的实行，将会沟通国内、国际市场，有效缓解国内氮磷肥产能过剩，稳定国内化肥价格。目前，全行业最大的问题是高成本存货巨大，预计到明年 3、4 月春耕旺季时能够消化完毕，此后企业将转向盈利。

相对于 08 年，2009 年成本驱动氮磷肥价格的下降以及国家补贴力度



增大、农民预期收入的增加，将会使国内氮磷肥需求得到补偿性大幅回升；国际市场上，由于原油的大幅走低，氮肥出口的成本优势将会减弱，具备资源优势的磷肥则会有良好表现。我国钾肥 09 年仍将是供不应求，但钾肥定价权在于国外垄断巨头，若价格持续高昂，则可能迫使农民大量施用有机肥等替代肥料，造成需求大幅下降，从而影响企业盈利。

基于以上分析：我们认为化肥行业目前正在走出低谷，必将“同步于大市”，给予中性评级，但对于具有技术优势和资源优势的上市公司仍将具备投资机会。磷肥子行业 09 年需求将会有大幅补偿回升，钾肥具有资源垄断、国内紧缺性质，09 年可给予更多期待。

二、磷肥行业面临重大转机

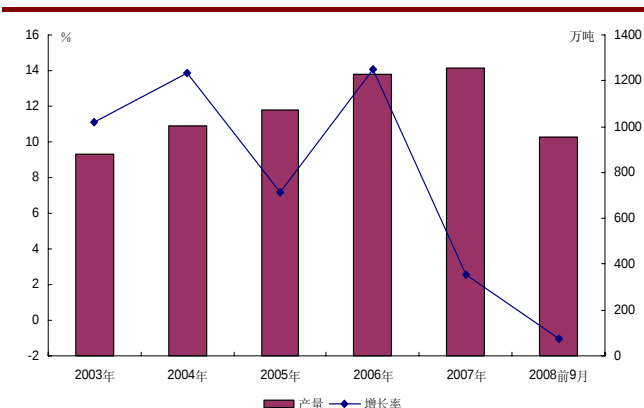
国内磷肥供过于求，出口依赖逐步增大

为支持国内农业发展，国家大力发展以 DAP 和 MAP 为主的高浓度磷肥，2003~2007 年国内磷肥（折纯）产量增长 376 万吨，累计增长率达 43%，但同期表观消费量仅增长 103 万吨，增速为 10.4%，产量增长远超需求。

产能急速扩张，使我国从磷肥进口国转为出口大国。2003 年我国磷肥进口 158 万吨，出口 59 万吨，合净进口 99 万吨；但至 2007 年，则净出口 174.6 万吨，约占总产量的 14%，即使在实行特别关税的 2008 年，前 9 个月的出口也达到 105 万吨，占同期产量的 10%，我国磷肥产业对出口依赖迅速扩大。

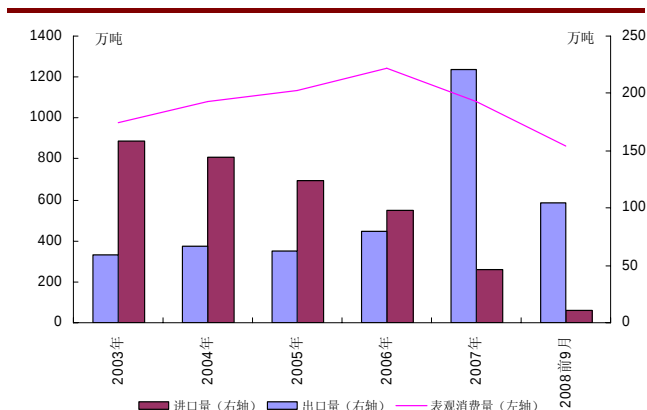
同时，2007 年 DAP、MAP、重钙、硝酸磷肥以及磷酸基复合肥组成的高浓度磷肥占磷肥总产量 73%，远高于 2000 年的 34%，对低浓度磷肥的替代成为行业产能持续扩张的另一重要因素。

2008 年前 9 月国内磷肥折纯产量为 957.1 万吨，同比下滑了 1%，预计全年产量也将低于 2007 水平。这主要是由于上半年硫磺价格的快速上涨，使 DAP、MAP 价格居高不下，造成国内农民用肥减少，同时国家从 4 月起对磷肥征收累计 130% 的出口关税，切断出口通道共同造成的。但在 2009 年，在国家调整关税和硫磺价格大幅下跌的情况下，行业处境将大幅好转。


图14: 历年国内磷肥 (P₂O₅) 产量及增速


页

资料来源: 齐鲁证券研究所

图15: 历年我国磷肥进出口量及表观消费量


资料来源: 齐鲁证券研究所

关税政策调整形成重大利好

国家在12月1日对磷肥出口关税进行调整,将淡季的出口税率大幅下降为10%。虽然此次调整存在滞后性,但出口的放开,仍将有利于缓解磷肥企业目前面临的巨大库存和现金压力。

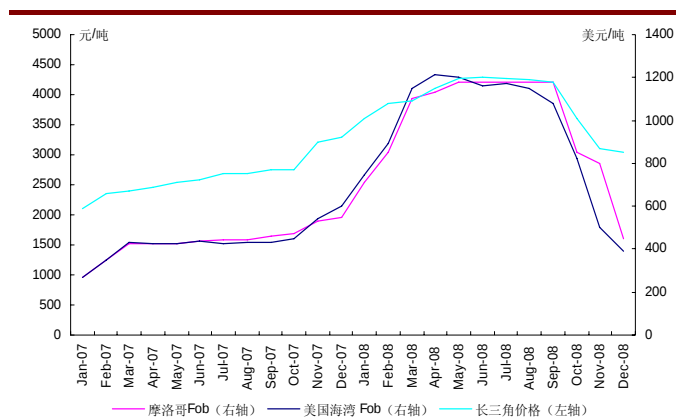
目前,行业面临的主要困境是今年8月囤积的700美元/吨的150万吨硫磺以及191万吨DAP、90万吨MAP、180万吨复合肥的高成本库存,但有利的是国内磷矿石价格要远低于国际市场价。十二月上旬,印度地区磷矿石的CFR价为350-390美元/吨,摩洛哥FOB价为320-380美元/吨,与11月基本持平,同期国内30%磷矿石坑口价则在300元/吨左右,国内外价差接近8倍。在其它原料成本相同的情况下,按1吨DAP需1.85吨磷矿石计算,国内磷肥企业DAP生产成本要比国外低550美元左右。虽然当前国际市场硫磺价格已降到50美元/吨左右,较8月时下降了650美元/吨,但国内磷肥企业仍可以通过购入低价硫磺以降低平均成本来获得出口盈利。长期来看,磷矿石属于稀缺资源,在世界各国限制出口的情况下,价格将会得到有力支撑。

如果库存DAP能够全部出口,则能基本弥补今年硫磺价格急剧下跌给企业带来的跌价损失,但这是不可能的。首先,2007年以来,我国单月DAP最高出口也只有53万吨;其次,伴随下半年来世界性经济危机,国际商品价格普遍大幅下跌,磷肥也不可避免,这导致国际需求市场的观望,除印度外其它国家均推迟了对磷肥的采购。



进入 12 月以来,随着中国放开淡季磷肥出口关税,国际市场 DAP 价格大幅下跌,已基本与国内 3000 元/吨持平,这导致国内磷企通过出口消化高额库存的压力大增。但同时我们也注意到,DAP 的低价位已经非常接近国际上磷矿石的出口报价,这将迫使除摩洛哥、美国等富磷国外的其它国家直接进口 DAP,从而加大 DAP 的出口预期。云天化 12 月已通过 Swiss Singapore 向印度出售 6 批二铵,每批 2-2.5 万吨,前 2 次离岸价为 \$380-425/t fob,22 日离岸价\$360-370/t fob,中国磷铵出口已经开始。

图16: 国内外DAP价格走势



资料来源: 齐鲁证券研究所

我们预计,在 09 年 3、4 月份,伴随国内春耕用肥旺季的到来,行业库存将会完全消化,成本的大幅下降和需求的恢复,将使行业转向盈利,具备明显投资机会。

硫磺价格下跌对磷肥企业 09 年盈利预期形成利好

硫磺是天然气开采中产生的副产品,下半年来,伴随国际石油价格的剧烈下降,硫磺价格也经历了过山车行情,从 8 月的 700 美元/吨的历史最高点,迅速下降到目前的 50 美元/吨,相当于 2002 年的价格水平。硫磺价格大幅下跌,对于国内存货较多的磷肥企业形成沉重的负担。在磷肥产品价格下滑和原料库存价格高昂的双向制约下,磷肥行业在 08 年下半年处境艰难。

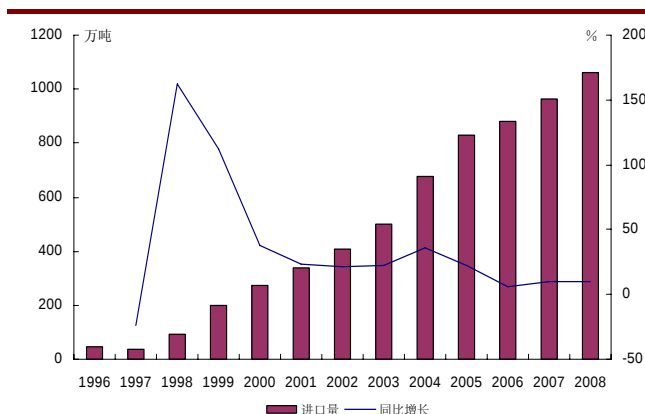
但另一面,硫磺价格的下跌,也大大降低了磷肥的生产成本,据估算,目前硫磺 90% 价格下降幅度也直接导致 DAP60% 左右的成本下降。在目前磷矿石价格维持基本稳定、硫磺价格跌无可跌的情况下,我们认为 09 年



DAP 价位将会在目前 3000 元/吨处得到支撑，其它磷肥也会保持稳定。

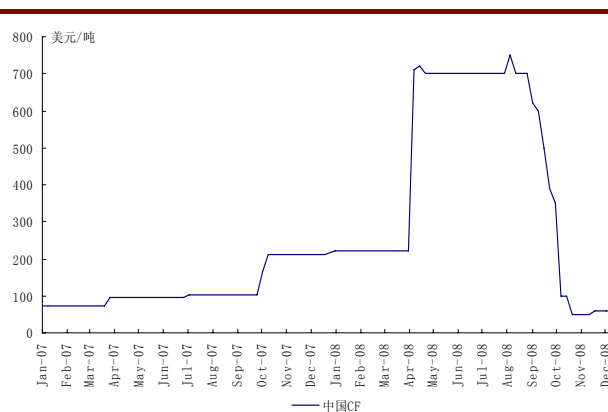
今年磷肥价格偏高是造成消费减少的重要原因，磷肥价格下半年的回跌，即有利于 09 年消费量的回复，也能够在新关税政策下刺激磷肥的淡季出口。国内由于磷矿石的因素，磷肥成本具有竞争力，淡季出口将使国内磷肥供给平衡，国内磷肥的供需状况将大为改善。

图17: 历年国内硫磺进口量及增长率



资料来源: 齐鲁证券研究所

图18: 国内硫磺价格走势



资料来源: 齐鲁证券研究所

国际上推迟采购对磷肥价格的影响仅是短期, 磷矿石资源的相对垄断, 供应商减产保价, 将决定磷肥价格的底部形成。2009 年, 拥有磷矿石等原材料资源的企业, 盈利能力将在行业内具有竞争优势。

表 6: 12 月国际磷铵企业开工状况

美国	Mosaic	今年第四季度和明年第一季度产量缩减达到200万吨
	Agriphos	第四季度产出仅总产能65%
	Miss Phos	12月/1月产出仅总产能30%
北非	Jorf Lasfar	关闭
	Safi	限产
	Balakova	停产
独联体	Voskresensk	50%产能
	Lithuania	70%产能

资料来源: 齐鲁证券研究所

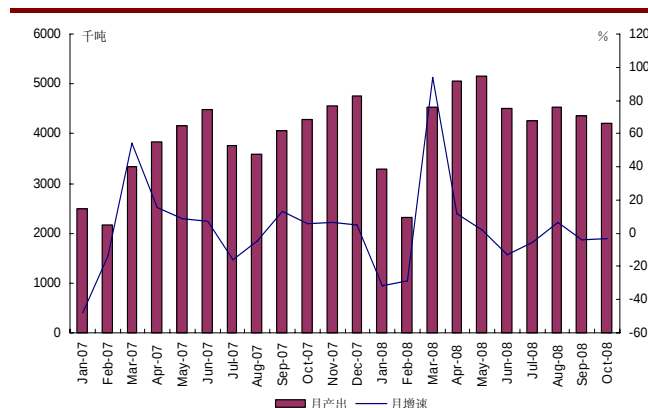


磷矿石长期看涨，具有磷矿资源的企业今后将有良好表现

从世界范围来看，磷矿石属于稀缺资源。全球磷矿石主要生产国有摩洛哥、中国和美国，各国出于保护资源的目的，均限制磷矿石的出口，如美国早在 2002 年就已限制国内磷矿石的生产和出口，从一个磷矿石出口国转变为进口国；我国在 2008 年对磷矿石出口征收特别关税，并在 2009 年 1 月 1 日将磷矿石列入出口配额许可证管理，规定 2009 年全年我国磷矿石出口配额总量为 150 万吨；而摩洛哥随着国内磷化工业的深入开展，出口量也将会有所下降。因此，国际上未来在磷矿资源方面也将出现供不应求的格局，全球磷矿石供应处于偏紧状态。

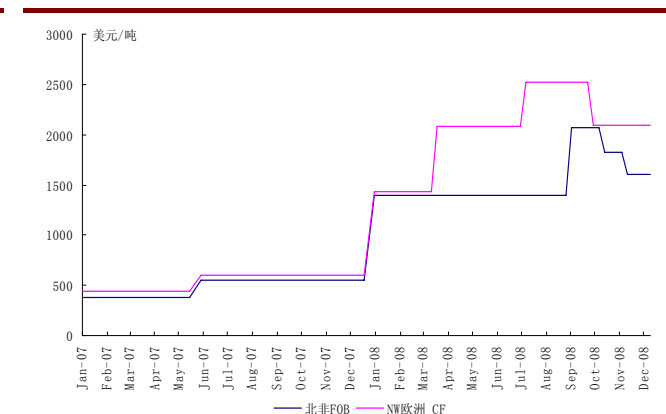
中国目前是磷矿石产量最大的国家，但从资源分布以及开采速度来看，未来资源稀缺性将逐步显现。据国土资源部 2005 年底数据显示，我国共查明磷矿产地 412 处，磷资源储量为 167.6 亿吨，但其中可用于生产高浓度磷复肥的仅 11 亿吨。2007 年我国磷矿石产量达到 4542 万吨，同比增长了 18.3%。按此开采速度，国内高品位磷矿估计只需 20 年左右就会开采殆尽。因此，从长期看国内磷矿石也处于紧缺状态。12 月 1 日的新关税政策中，磷矿石关税仅小幅下调了 10%，而本次关税调整涉及的化肥产品及原材料的平均调价幅度在 25-50%，这展现了国家未来继续保护磷矿资源的决心。

图19：我国磷矿石产量及增速



资料来源：齐鲁证券研究所

图20：国际化肥级磷酸价格走势



资料来源：齐鲁证券研究所

资源紧缺和各国保护，使国际磷矿石价格经过下半年世界商品价格暴跌仍保持在 320 美元/吨左右，超出 2007 年初 80 美元/吨价格三倍左右。相应的，国际化肥级磷酸的价格也保持在 1700 美元/吨的价位，远高于 2007



年初的 400 美元/吨的价格。与此同时，国内磷矿石 12 月初价格仅为 300 元/吨，较 07 年初基本持平，但远远低于国际价格。受国际磷矿石价格支撑，国内拥有磷矿石资源的磷肥企业，将在未来的竞争中享有相对的成本优势。

我们认为，由于硫磺、合成氨等原料成本下降引起的磷肥价格大跌将有力刺激国内 2008 年被抑制的需求，新关税政策的实施沟通了国内外市场，能有效缓解国内磷肥供大于求的矛盾，磷肥行业 2009 年将迎来转机，磷肥销售约增加 18% 左右，行业毛利达到 2007 年的正常水平。具备资源优势，具有稳定原料来源，矿肥一体的企业将会获得更大利润空间，关注湖北宜化（000422）。

三、氮肥行业在整合中前行

煤头气头苦乐不一

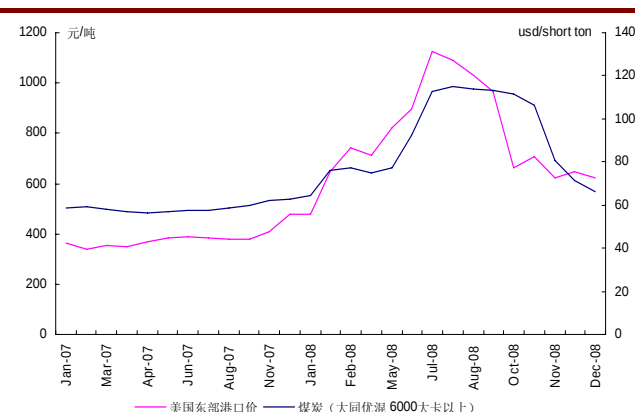
国际上，80%的尿素是以天然气为原料，而我国国内 70%的尿素产量是以煤炭为原料的，仅有 30%的产量是以天然气为原料的。因此，国内外尿素成本优势比较实际上主要是煤炭价格和天然气价格的比较。

图21: NYMEX天然气价格走势



资料来源：齐鲁证券研究所

图22: 国内外煤炭价格走势



资料来源：齐鲁证券研究所

国际天然气价格在 6 月末达到 13.2USD/mmbtu 后大幅下降，在 12 月初价格仅为 5.5USD/mmbtu，累计跌幅接近 60%。同期，国内煤炭价格在国际煤炭的高位支撑下，8 月时达到顶点 985 元/吨，进入 11 月才明显下降，12

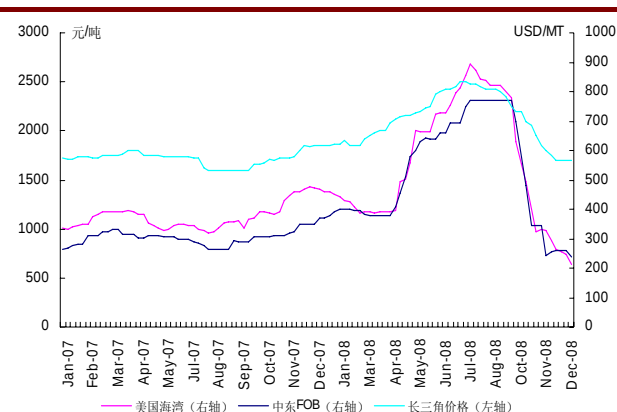


月初价格为 570 元/吨，跌幅也只有 42%，远小于国际天然气价格下跌。国内煤炭价格长时间高位运行，使煤头尿素生产成本高企，伴随经济危机造成的需求减弱，国内煤头尿素陷入困境。10 月底，化肥生产第一大省山东 26 家尿素企业中，有 12 家停产、13 家亏损，行业生产经营陷入困境。相对于国际原油 68% 的跌幅和天然气 60% 的跌幅，国内煤炭应还有下跌的空间，虽说对煤头尿素形成利好，但同时也必将造成较大的存货跌价损失。

与煤头企业相比，气头企业则只需要面对市场需求疲弱的问题。07 年底国家发改委对工业用天然气基准价格进行了调整，平均每立方米提高 400 元，达到 1.2 元/立方米，但计划内化肥生产用气不作调整。08 年国内化肥用气均价为 0.9 元/立方米左右，低于目前国际气价 5.5USD/mmbtu30% 左右，仍具有一定的成本优势。08 年国内气头尿素生产成本维持在 1200~1400 元/吨，平均毛利率要高于国内煤头企业。并且，我们认为经济和行业景气下行的 2009 年，化肥用天然气涨价的可能性很小，气头尿素将继续保持成本优势。

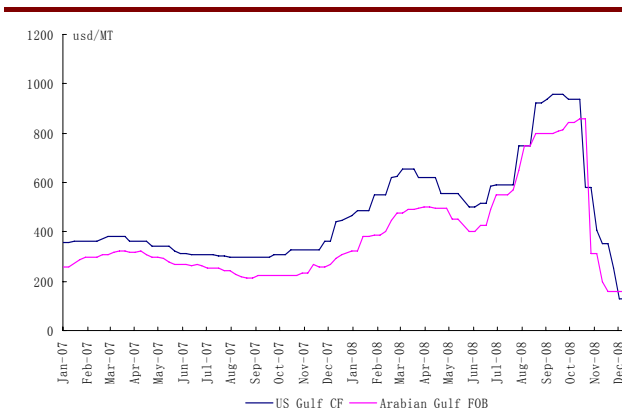
国际尿素主要厂商主要位于中东、埃及、前苏联地区以及南美等具有丰富低廉天然气资源的地区。在国际能源下行的情况下，国外气头厂商占据了全球主要出口份额，国内以煤头为主的尿素企业在成本价格上不具备优势，12 月国家放开淡季出口以来，国内企业仅有少量出口。

图23：国内外尿素价格走势



资料来源：齐鲁证券研究所

图24：国际合成氨价格走势



资料来源：齐鲁证券研究所


表 7：12 月中旬国际尿素主要出口

产品	产地	销售商	目的地	数量(千吨)
大颗粒尿素	Open	CIFC	印度	40
	Open	Trammo	印度	67
	沙特阿拉伯	Sabic	印度	50
	卡塔尔	Qafco	印度	30
	UAE	Fertil	印度	25
	Open	Swiss Sing	印度	25
	前苏联地区	Trammo	斯里兰卡	24
	前苏联地区	Trammo	斯里兰卡	24
	乌克兰	Keytrade	巴基斯坦	65
	乌克兰	Trammo	巴基斯坦	75
	前苏联地区	CIFC	巴基斯坦	60
	Sabic	Sabic	巴基斯坦	50
	中国	沧州大化	日韩	10
	科威特	PIC	印度	60
小颗粒尿素	沙特阿拉伯	Sabic	印度	50
	卡塔尔	Qafco	印度	30

资料来源：齐鲁证券研究所

国内消费形成支撑，出口或能好转

伴随政府对农业的大力支持，我国尿素产量不断扩大。预计 2008 年我国尿素产量达到 5680 万吨，较 2003 年 3611 万吨增长 57.3%，同时我国尿素表观消费量从 2003 年的 3351 万吨上升为 2008 年的 5220 万吨，累计增长 55.8%。

从近几年表观消费量的增速来看，我国尿素的消费具有相对刚性的特点，05、06 两年，尿素表观消费增长率分别为 12%、14%；07 年由于尿素的大幅出口，抑制了国内消费，增长率仅为 3%；08 年前 4 月，同样由于出口大增 300% 以上，导致国内表观消费比同期减少 8%，但自 4 月 1 日国家征收特别关税以来，国内消费得到恢复，估计 2008 全年消费增速将达到 7.8%。因此，我们认为，在尿素成本及价格大幅下降的 2009 年，国内强劲需求将进一步对尿素行业构成保障。

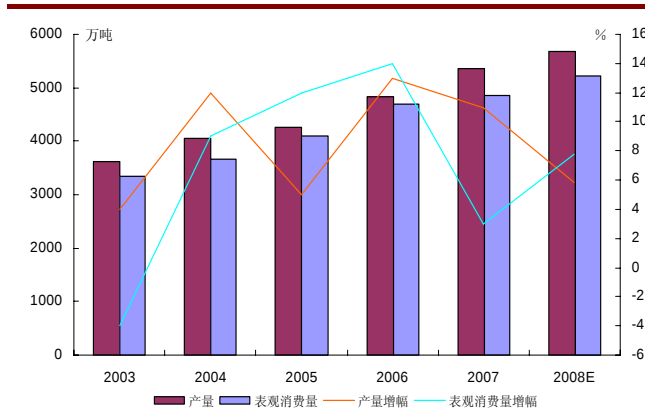
同时，我们看到，06、07 年国内农用氮肥总需求量仅增长了 1.5%，08 年增速预计在 1~1.5% 之间。因此，我们认为近年国内尿素需求的增长动力主要有两个，一是农业生产自然需求的增长，在 1.5% 左右；二是尿



素作为高浓度氮肥对硝酸铵等低浓度氮肥的替代。此外，06、07 年经济的快速发展，尿素工业需求的增加也是可能原因之一。

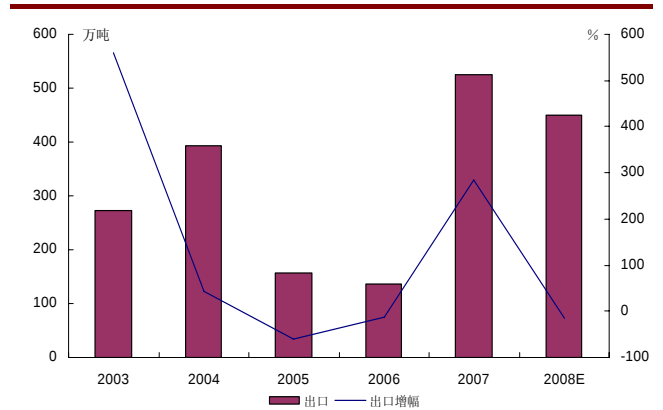
产量的急速扩张，国内消费渐趋饱和，对出口的依赖性逐渐加大。2007 年，我国尿素出口 525 万吨，占全球出口总量的 15%，跃升为第一大尿素出口国。2008 年，自 4 月出口封闭，截至 10 月底，对 112 家大中型氮肥企业调查显示，6 个月内尿素库存合计 128.9 万吨，占其总产量的 63%，同比增加 28%。

图25：历年国内尿素产量、表观消费量及增速



资料来源：齐鲁证券研究所

图26：历年我国尿素进出口量及增速



资料来源：齐鲁证券研究所

2009 年，国内尿素企业喜忧参半，不利因素有：国内经济下行，工业尿素需求大幅减少，而近年工业尿素需求占全国尿素总产量的 1/10 左右；测土配方施肥中，对多个产区农作物提出减少氮肥施用；新关税调整对尿素影响不大，由于国际市场天然气价格跌幅远远高于国内煤炭价格的跌幅，中东、美国海湾等天然气产地 12 月初尿素 fob 价格仅为 210~240 美元/吨，甚至低于国内 1700 元/吨价格，国内尿素出口价格不具有竞争力，仅一些具有成本优势的龙头企业才有出口可能。

有利因素有：2009 年国家农村改革，实行土地流转，提高粮食收购价格和农业补贴；今年，国内大豆、玉米价格下跌，预计 09 年改种小麦或其他经济类作物，这将明显增加氮肥需求；新关税政策虽对尿素出口没有直接受益，但国内外市场的沟通，有利于国内尿素价格的稳定；煤价有继续下跌的空间，或许会导致国内尿素成本低于国际成本，进而促进国内尿素出口。



我们认为，由于近年我国尿素需求稳定增长，且国内尿素库存情况相对磷肥较好，2009 年春耕时尿素市场的供求关系可望得到有效改善，尿素企业的盈利能力与其它化工企业相比将更有保证。在下游农业支撑下，2009 年全年我国氮肥需求有望增加 2%，煤头尿素企业有望维持 15~20% 的合理毛利水平。

行业整合，进一步凸显成本优势是行业发展需要

据统计，2005~2007 年我国尿素产能增加总量达 1251 万吨；新建装置规模趋向大型化，新增产能向原料产地和消费市场转移明显，产能增量以山西和山东两省最多，分别达到 471 万吨和 285 万吨。低价能源时期，2008 年末氮肥出口形势的不利将延续到 2009 年。产能的集中爆发，将使我国尿素供需矛盾更加突出，国内尿素企业将难以避免激烈竞争。

未来尿素企业的竞争将是成本的竞争。随着大型生产装置的陆续建成投产，远离原料产地、远离市场、装置规模小、生产成本高的企业将被淘汰出局，只有具有成本优势的企业才能在这一轮行业调整中生存下来。

我们认为，2009 年，政府对农业的大力扶持，新关税政策的实行，国内煤炭价格的进一步下跌，将会有效刺激国内氮肥需求。国内刚性消费将是氮肥行业的主要支撑，行业前景正在好转。长期看，09 年原油价格有望回升，低质原料煤路线仍将是国内尿素降低成本的有效选择，具有技术、成本优势的龙头企业将在行业整合中获得更好机遇。华鲁恒升（600426）的水煤浆化工艺领先行业，09 年盈利优势明显。

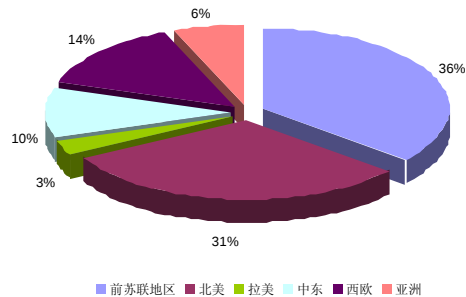
四、钾肥机遇与挑战共存

国际需求低迷，供应商限产保价

全球钾肥资源 75% 的储量集中在加拿大，俄罗斯和白俄罗斯。由加拿大的 PotashCorp、美国的 Mosaic、加拿大的 Agrium 组成的加拿大 Canpotex 公司，钾盐产能在 1600 万吨左右，占世界钾盐产能的 40%。此外，加上前苏联地区的几家钾肥生产商组成 BPC 联盟，两者已占全球钾肥产能的七成左右，形成寡头垄断之势，具有强议价能力。



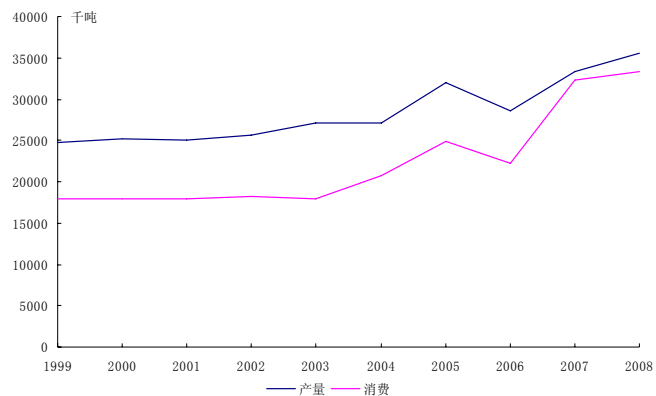
图27：国际钾肥产能分布



资料来源：齐鲁证券研究所

2007 年全球的钾肥产量折纯在 3340 万吨左右，同比增长了 16.7%，而同期钾肥需求则增长了 45.7%，达到 3233 万吨。即将过去的 2008 年全球钾肥产量约为 3554 万吨，而需求则达到历史性的 3330 万吨。需求量的大幅增加，导致钾盐价格快速飙升，加拿大颗粒氯化钾 FOB 价格，从 07 年初的 165 美元/吨上升到了目前的 650 美元/吨，涨幅达到了 293%。

图28：全球钾肥产量及消费



资料来源：齐鲁证券研究所

近年国际钾肥消费迅速增加的主要原因在于中国、印度、巴西等新增需求国原来钾肥施用不足，氮肥施用过量，近期国力增强及推广科学施肥而显著拉升钾肥需求。此外，过去两年，国际能源价格大涨，发展中国家食品消费结构发生改变，导致耗钾量高的生物能源作物和蔬菜、水果等经济作物种植面积增加也刺激了钾肥需求。

08 年下半年来，随着国际原油价格的下降，国际农产品价格出现普遍



下跌，农产品牛市的结束，必然会影响钾肥的消费；同时，由于 08 年钾肥始终在高位运行，中国、巴西等国农民减少钾肥施用，导致国内库存增加，也进一步降低了对钾肥 09 年的需求预期。当前，三大肥种中氮肥、磷肥价格都已大幅下降，钾肥是否仍能独自维持在高位已成为国际供应商和需求国之间的博弈过程。

亚洲地区，在过去五年中，印度肥料补贴由 40 亿美元攀升到今年的 250 亿美元，占政府财政赤字的 85%，对此印度已决定改变肥料补贴体系，而增加对资源型项目投资的政策倾斜。新补贴计划将于 2009 年 4 月 1 日开始实施，届时将改变印度领涨亚洲国际钾肥进口价格的关键地位。

在南美，一直为国际钾肥需求提供强劲动力的巴西，其农产品市场是一个与国际接轨的开放性市场，国际市场粮价走低将抑制巴西 2009 年的粮食产量，使钾肥需求上升缺乏强劲支撑。并且，由于钾肥的高价，导致巴西国内 10 月初氯化钾库存达到 200 万吨，足以支持 2009 年春耕用肥，也使市场观望气氛浓重。

在中国，钾肥价格的持续高价位及农产品价格较低等因素导致农民购买力不足，需求下降，2008 年农用钾及工业钾需求均下降 40% 左右。就国内粮食价格而言，农民能承受的钾肥价格仅在 3600 元/吨左右。

针对以上情况，钾肥垄断生产商，通过限产方式保价。BPC 旗下的希尔维尼特工厂减产 45 万吨，乌拉尔钾肥公司第四季度减产 50 万吨，德国 K+S 减产氯化钾 40 万吨，加拿大钾肥减产 52~70 万吨。

近期，虽然日本与钾肥厂商签订了 2009 年上半年合同，价格上涨 200~220 美元；马来西亚氯化钾招标的中标价格依然相当于 CFR1000 美元，但这两国需求相对较小，对国际钾肥价格不具有决定性。

我们认为，在国际经济陷入衰退的 2009 年，粮食价格的低位运行必将抑制国际钾肥需求，但由于供给端的寡头控制，价格会略有下降，但不会出现暴跌现象，仍将维持相对较高的价位，达到 500~600 美元/吨左右。

国内钾肥需求持续上涨，进口依赖较大，但呈逐年下降趋势

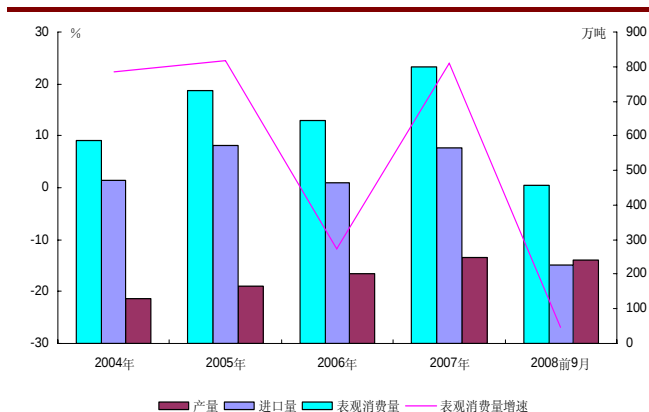
国内钾肥的高需求驱动政府大力开发国内钾肥资源，国产钾肥产量不



断攀升。2004 到 2007 年，国内钾肥产量折纯从 128 万吨达到 250 万吨，累计增速达 95%，2009 年伴随罗湖钾肥 120 万吨产能的投产，国内钾肥产量有望达到 350 万吨。同期，表观消费量从 2004 年的 587 万吨上升到 2007 年的 799.7 万吨，增长 235 万吨，但进口量却仅增长 94 万吨。也就是说，需求的增加基本是由国内产能的增加来填补的。在钾肥价格高企、国内需求下降的 2008 年情况更是如此，前 9 月，国内累计钾肥产量就达 240.7 万吨，基本持平了 2007 年全年产量，同期进口则仅有 228 万吨，同比减少 46.9%。也就是说，随国内产能释放，我国对进口钾肥的依存度正在下降。

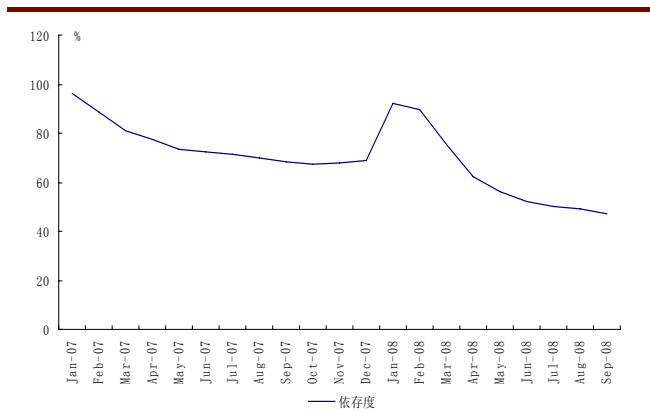
国内钾肥产能扩张也在加快，主要项目有已于 12 月 18 日建成投产的罗湖钾肥 120 万吨硫酸钾项目及奠基的罗钾二期 170 万吨项目；预计 2010 年投产的盐湖钾肥 100 万吨固态钾液化项目；中信国安的 100 万吨硫酸钾镁肥工程以及青海滨地钾肥股份有限公司开工建设的 10 万吨氯化钾、20 万吨硫酸钾镁肥、48 万吨硫酸钾等工程。这些产能的陆续投产将有效降低今后我国对国际钾肥进口的依赖性，但在即将到来的 2009 年，产能释放幅度较小，国内氯化钾对外依存度仍将在 50%左右，国内价格依然以国际价格为标准，大幅下跌的可能性较小。

图29：国内钾肥产量、消费量、进口量



资料来源：齐鲁证券研究所

图30：2007年来我国钾肥对进口依存度



资料来源：齐鲁证券研究所

高价政策受到挑战，市场寻求低位均衡

由于钾肥资源的稀缺性，国内钾肥进口依存度高，决定了目前国内钾肥的输入型定价模式，即进口价格决定国内价格。在此定价体系下，国内钾肥价格并不受国内外种粮收益悬殊的影响，即使国内需求减少，中国进



口商即使减少进口量,但国外需求旺盛,则国内价格仍是国际市场价格的高价格。

但我们认为,在 2009 年国内价格变动将会有一定的自主性,主要在于:

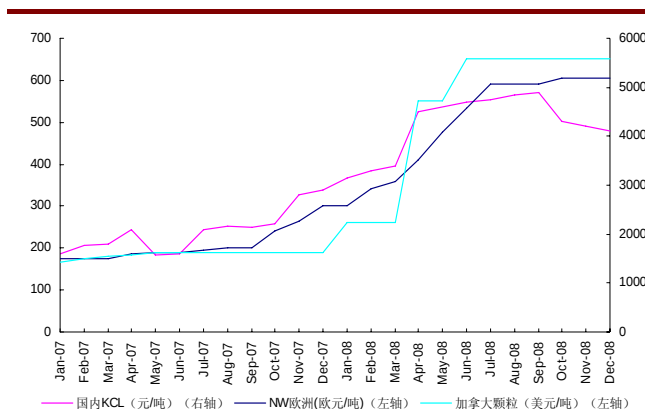
☆2008 年国内钾肥价格的持续高涨严重抑制了农民的用肥需求,特别是下半年来国内经济减速,农产品价格出现时段性下跌,直接导致农用钾及工业钾需求均下降 40%左右。农民对化肥的需求主要取决于粮食与化肥的比价关系,就目前国内粮价而言,承受价格仅为 3600 元/吨左右。

☆输入型定价模式下,需求的减少,已经影响到了国内本土的钾肥生产商,2008 年 1~11 月中国钾肥总产量为 269.34 万吨,比 2007 年增加 6.2%,但 11 月中国钾肥产量折合 (K_2O 99%) 为 11.12 万吨,与 10 月份相比减少了 56.3%,与 2007 年同期相比减少了 38.3%。

☆据无机盐协会统计,国内 2008 年末钾肥库存将超过 600 万吨,加上 09 年国内产能,足以满足国内 09 年需求,而从 2010 年起,则是我国钾肥产能的集中释放期,预计至 2014 年将基本能够自给。

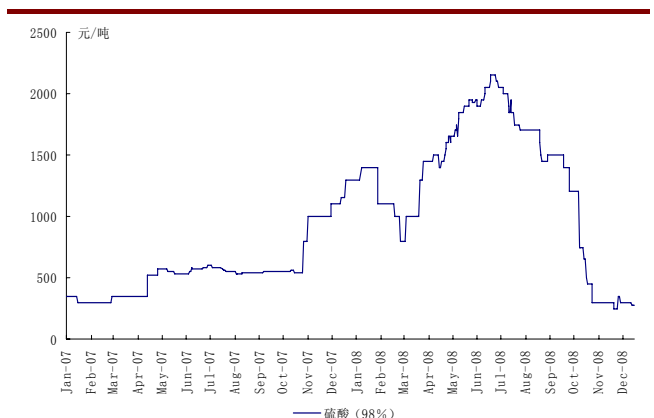
☆从国家引导方向看,2009 年科学施肥总体思想是多施有机肥、实行桔梗归田,对个别地区作物是“适量”增加钾肥。

图31: 国内外氯化钾价格走势



资料来源: 齐鲁证券研究所

图32: 国内硫酸价格走势



资料来源: 齐鲁证券研究所

☆就国内钾肥企业来讲,09 年硫酸钾价格若仍维持在今年的 5000 元/吨以上价格,农民需求会进一步下降,造成有价无市;新关税政策依然维



持对钾肥全年总计 105 % 的出口关税，出口之路基本杜绝，两者叠加将对国内肥企形成致命打击。进入 12 月，国内一些港口红钾价格已从 9 月的 4800 元/吨降到了 4000 元/吨。氯化钾和硫酸价格的下降也将刺激国内硫酸钾价格下跌。

2008 年我国合同进口钾肥为 260 万吨，我们判断 09 年进口数额仍将降低；08 年 FOB 合同价为 586 美元/吨，无论国外寡头是否降价，在市场作用下，09 年国内硫酸钾价格无法维持 5000 元/吨的高价，进口成本支撑下，预计降为 4000 ~ 4500 元/吨，国家或许在退返增值税外给予进口钾肥企业更多优惠。

我们认为，2009 年国内钾肥市场将处于供需弱平衡状态。在世界经济回落下，国际钾肥供给垄断联盟限产保价，09 年中国钾肥进口价格下跌可能性很小，FOB 合同价仍将维持在 586 美元/吨左右。国内钾肥市场，价格高企引起的需求不振使议价能力向买方转移，钾肥的输入型定价模式将会因多种因素的作用而松动，国内钾肥价格在 09 年将会有所下降。但对于具有钾肥矿产资源的国内企业，如冠农股份（600251）及重组中的盐湖钾肥（000792），2009 年仍将是一个丰收之年。



五、重点公司盈利及投资评级

1、湖北宜化（000422）：合理布局占据先机

- ◆ 公司 2008 年 1~9 月营业收入 55.81 亿元，较去年同期增长 57.96%，实现每股收益达 0.75 元。但受化肥产品价格下跌以及高价原料库存的影响，第三季度盈利出现拐点，净利润仅有 0.65 亿元，同比下降 43.1%，每股收益 0.086 元。预计公司四季度盈利环比仍将处于下降阶段。
- ◆ 国家自 08 年 12 月 1 日化肥出口关税大幅下调，有利于公司恢复出口，消化高价硫磺库存。2009 年，伴随公司自有磷矿的开采，公司磷肥生产所需磷矿石可实现自给自足，盈利能力大幅增长。
- ◆ 鄂尔多斯大化肥项目已于今年 10 月试投产，该项目设计规模 104 万吨，原料天然气已签订 5 年供应合同，价格为 0.86 元/立方米，预计生产成本在 1200 元/吨左右，盈利能力可观。09 年项目完全投产后，公司尿素产能将增加 74.2%，预计能对公司产生 0.4 元左右的 EPS。
- ◆ 公司自有粉煤气化技术处于行业领先地位。
- ◆ 预计公司 08、09、10 年每股收益分别为 0.77、0.91、1.05 元，给予推荐评级。
- ◆ 风险：国外农业种植面积大幅下降，对磷铵出口形成打击。

表 7：湖北宜化主要财务指标

指标（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E
业务收入	2986.8	5074.9	6188.8	7966.2	9153.2
（+/-）	29.5	69.9	21.9	28.7	14.9
净利润	215.1	388.3	417.1	493.0	571.9
（+/-）	28.8	80.5	6.9	18.2	15.4
每股盈利（元）	0.40	0.72	0.77	0.91	1.05
市盈率 PE	11.7	32.0	10.6	11.6	14.3
市净率 PB	1.8	6.9	2.1	2.2	2.6
净资产收益率 %	15.1	21.7	20.1	19.2	18.1

资料来源：齐鲁证券研究所



2、冠农股份（600251）：钾肥概念值得期待

- ◆ 钾肥投资收益为主。罗钾前三季度累计生产 10.3 万吨，销售 11.4 万吨，预计 2008 全年可实现净利润 1.75 亿元。按持股比例计算，冠农股份将获得收益约 3500 万元，每股收益约 0.14 元。
- ◆ 09 年钾肥产能扩张，收益增加。伴随国投罗钾年产 120 万吨硫酸钾项目于 12 月 18 日正式竣工投产，09 年产量将大幅上升，预计达到 100 万吨。按目前 5000 元左右的价格计算，可实现每股收益 2.77 元。罗钾二期 170 万吨钾肥工程正式奠基启动，预计 4 年完成，届时罗钾将成为产能高达 300 万吨左右的世界最大钾肥生产基地。
- ◆ 资源丰富，后勤完善。已探明的钾盐矿给水储量 1.29 亿吨，液体氯化钾储量 2.99 亿吨，按照 120 万吨/年硫酸钾规模测算，可以稳定生产 30 年以上。关系到钾肥运输的罗中-哈密铁路正在积极筹划中，全长 355 公里，总投资 28 亿元。
- ◆ 预计公司 08、09、10 年每股收益分别为 0.14、1.62、1.87 元，给予推荐评级。
- ◆ 风险：钾肥价格过高，农民寻找替代肥料，销售大幅下降。

表 8：冠农股份主要财务指标

指标（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	266.8	518.0	575.0	592.3	621.9
（+/-）	40.1	94.1	11.1	3.0	5.1
净利润	-32.1	14	27.0	391.2	448.5
（+/-）	-654.3	143.1	135.7	1348.1	14.7
每股盈利（元）	-0.18	0.08	0.14	1.62	1.87
市盈率PE	-47.5	537	221.4	14.0	16.0
市净率PB	4.3	19.7	9.1	4.6	4.4
净资产收益率%	-9.1	3.7	4.1	32.5	27.3

资料来源：齐鲁证券研究所



3、华鲁恒升（600426）：技术优势保障增长

- ◆ 2008 年前 9 月，公司实现营业收入 25.97 亿元，净利润 3.58 亿元，同比分别增长 34.11% 和 54.66%，公司实现每股收益 0.72 元，考虑行业下行，预计 2008 全年 EPS 为 0.83 元。
- ◆ 公司拥有 100 万吨尿素产能，销售收入占主营 50% 以上，自有知识产权的水煤浆气化技术使企业成本明显低于行业平均。农业对化肥尤其是尿素的需求保持刚性，2009 年，伴随国家系列支农政策以及淡季出口关税的放开，公司毛利率将恢复到合理水平。
- ◆ 公司另一主要产品 DMF 和 2009 年新投产 20 万吨醋酸由于下游纤维、染料等行业皆出现需求放缓，2009 年盈利能力将会下降。但公司的水煤浆气化技术的成本优势，仍将使公司获得高于行业平均的毛利率。
- ◆ 预计公司 08、09、10 年每股收益分别为 0.83、0.92、1.22 元，给予推荐评级。
- ◆ 风险：2009 国内煤炭价格相对国外能源价格始终保持高位，将加大公司经营成本，不利出口。

表 9：华鲁恒升主要财务指标

指标（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1806.9	2867.8	3760.4	4850.9	5093.4
（+/-）	33.6	58.7	31.1	29.1	5.0
净利润	233.7	320.3	418.6	456.3	607.3
（+/-）	33.1	37.1	30.7	9.0	33.1
每股盈利（元）	0.71	0.65	0.83	0.92	1.22
市盈率 PE	13.3	40.8	12.3	13.2	14.5
市净率 PB	2.2	6.5	2.1	2.1	2.6
净资产收益率 %	13.6	16.0	17.1	15.9	17.7

资料来源：齐鲁证券研究所



4、盐湖钾肥（000792）：资源决定价值

- ◆ 公司前三季度销售氯化钾 104 万吨，其中第三季度销售 42 万吨，由于经济下行且第四季度为传统淡季，预计公司全年销量将仅有 140 万吨，低于 07 年的 190 万吨。公司前三季度实现营业收入约 32.60 亿元，实现净利润 11.40 亿元，每股收益为 1.44 元，考虑到预收货款 20.62 亿元可能在第四季度确认为当季收入，预计 08 全年每股收益为 2.40 元。
- ◆ 公司目前正处于和 ST 盐湖重组过程中，若合并成功，存续公司在扣除已开采量后剩余可开采氯化钾储量为 5936.0 万吨，其中盐湖钾肥贡献 411.11 万吨，ST 盐湖贡献 5524.97 万吨。长期看，合并完成后，有利于盐湖资源的综合利用，提升公司未来的经营业绩。
- ◆ 合并预案为：换股比例为 3 股 ST 盐湖换 1 股盐湖钾肥股份，合并后盐湖钾肥作为存续主体。方案为 ST 盐湖投反对票的股东提供 33.02 元的现金选择权，为盐湖钾肥异议股东提供回购权，但价格未定。我们估计，合并完成将降低 08 年盐湖钾肥每股 0.3 元左右的收益。因此，在目前股价下，对于原盐湖钾肥股东讲，最好选择是在投票中否定预案。
- ◆ 合并完成后，存续公司总股本为 15.55 亿股，公司预计 08、09 年每股收益分别为 2.08、2.37 元。但考虑到在重组方案不变的情况下，上半年通过重组机会较小，我们仍单独预测盐湖钾肥 08、09、10 年的每股收益为 2.40、3.15、3.42 元。鉴于重组过程的不确定性，不予公司评级。

表 10：盐湖钾肥主要财务指标

指标（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2596.4	3109.4	5120.0	6920.0	8788.0
（+/-）	57.4	19.8	64.7	35.0	26.7
净利润	811.9	990.3	1842.1	2420.3	2631.1
（+/-）	57.4	22.0	86.0	31.4	8.7
每股盈利（元）	1.06	1.29	2.40	3.15	3.42
市盈率PE	22.2	60.4	24.3	17.4	20.3
市净率PB	8.7	24.9	13.3	7.3	6.4
净资产收益率%	39.2	41.2	54.7	42.0	31.5

资料来源：齐鲁证券研究所





六、风险提示

1、宏观紧缩风险

据发改委宏观院预测,油价等下跌导致 2009 年生产资料价格有望下降,这使得农产品种植成本会比 2008 年最高点降低,比如粮食种植成本会降低 10%~20%,同时考虑到粮食 5 年丰收因素,2009 年粮价存在下行压力。若国家补贴不能很好提高农民收入,则在夏粮收割后可能会对秋季用肥产生不利影响。

2、人民币的持续升值

我国氮磷肥产能明显过剩,对国外市场依赖程度日益加大,若人民币持续升值,则本来就受经济危机而下行的出口需求进一步萎缩,

3、环境税的征收

自 10 月以来,环境税就始终处于国家的考虑之中,并极有可能在明年开始征收。国家 4 月颁布的磷肥工业水污染物排放标准以及合成氨工业水污染物排放标准也将在 09 年 1 月 1 日对原有肥企实施。环境问题产生的成本增加或许会对目前脆弱的化肥行业产生重大影响。

表 11: 全球市场化肥行业主要上市公司估值比较

简称	股价 (2008.12.31)	EPS			PE		
		07	08E	09E	07	08E	09E
湖北宜化	8.19	0.72	0.77	0.91	32.0	10.6	11.6
冠农股份	30.57	0.08	0.14	1.62	537	221.4	14.0
四川美丰	6.11	1.01	0.57	0.76	23.0	10.7	12.4
华鲁恒升	10.22	0.65	0.83	0.92	40.8	12.3	13.2
盐湖钾肥	58.20	1.29	2.40	3.15	60.4	24.3	17.4
六国化工	6.53	0.45	0.49	0.56	38.7	13.3	11.7
兴发集团	10.25	0.37	1.21	0.97	64.6	8.5	9.8
建峰化工	9.77	0.85	0.92	1.12	18.9	10.6	13.2
Mosaic	31.36	0.97	6.64	7.97	41.8	4.7	5.1
Postashcorp	83.23	3.5	9.27	10.66	43.5	7.27	7.6
CF	46.50	6.71	10.98	11.21	16.8	4.2	5.6

资料来源: 公司数据, Bloomberg, 齐鲁证券研究所




投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

