

中性 维持

基础化工—农药与化肥

2009 年 2 月 2 日

化肥价格市场化改革启动

石化与基础化工行业分析师：邓勇

dengyong@htsec.com

021-23219404

事件：

国家发展改革委、财政部于 1 月 24 日发布了《关于改革化肥价格形成机制的通知》，通知的主要内容包括：（1）取消化肥价格限制政策。自 2009 年 1 月 25 日起，将国产化肥出厂价格、除钾肥外的进口化肥港口交货价格由政府指导价改为市场调节价。化肥批发、零售价格继续实行市场调节价。取消对已放开的化肥出厂价格实行提价申报、调价备案、最高限价以及对化肥流通环节价格实行差率控制等各项临时价格干预措施。继续对一般贸易进口钾肥价格实行适度监管。（2）落实好促进化肥生产流通的各项优惠政策。（3）采取综合措施保持化肥市场稳定。综合运用进出口调节、储备调控、协调调运、市场监管等手段，保障化肥供应，保持市场稳定。（4）完善农资综合补贴调整机制。（5）加强化肥市场价格监测和监督检查。（6）做好组织落实工作。

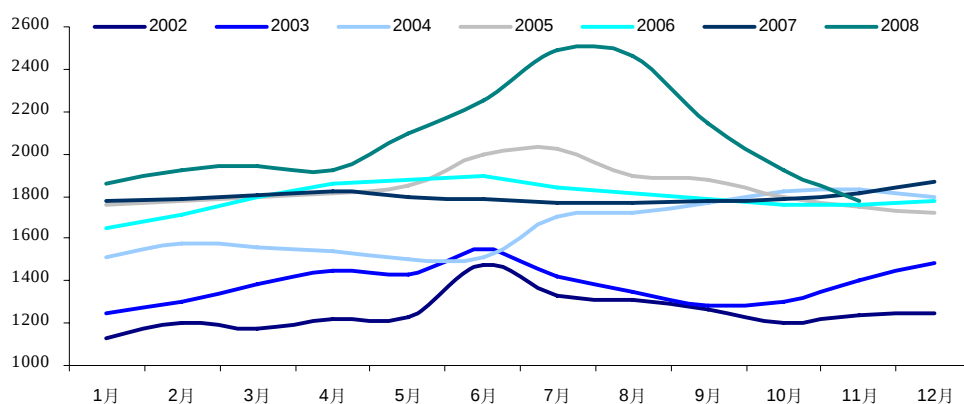
点评：

1. 化肥价格管制终于松动

在 2009 年 1 月 25 日以前，我国尿素出厂价格实行 1725 元/吨，磷酸二铵实行 4100 元/吨的最高出厂限价。2008 年由于煤炭、磷矿石等原材料价格大幅上涨，使得许多化肥生产企业处于亏损状态。化肥行业要求放开价格管制的呼声也越来越高。

价格管制放开将提高市场对氮肥、磷肥价格涨幅的预期。我们统计了 2002 年以来国内化肥月度价格情况，数据显示，每年 2 月化肥价格环比均实现了上涨，其主要原因在于春耕的到来使得化肥需求旺盛。在国家放开了氮肥、磷肥的价格管制后，市场对今年 2 月国内化肥的价格的涨幅预期更加强烈。

图 1 我国尿素月度价格推移情况（元/吨）



资料来源：中国石油与化学工业协会期刊，海通证券研究所

2.我们预计化肥价格涨幅有限

虽然春耕将增加化肥需求，从而带动国内化肥价格的上涨，但由于 2008 年国内化肥行业积压的库存量较大，从而使得 2 月的化肥价格上涨将受到一定的压制。我们预计春耕时节，国内化肥产品价格的平均涨幅在 10% 左右。

肥料制造业的库存环比有较大幅度增长。根据中国石油与化学工业协会统计的产成品库存占用资金量数据，2008 年 11 月底肥料库存达到 331 亿元，同比增长 73.09%，较 8 月底的库存增加了 34.62%。即使考虑冬储因素，我们认为化肥产品的库存仍处于较高水平，还需要一段时间消化。

2008 年下半年受到全球化肥价格下降的影响，国内氮磷钾三种肥料的价格跌幅在 30% 左右，氮肥和磷肥的价格已跌至成本线以下，从而导致许多小企业停产，库存积压较多。按照协会的数据估算，2008 年 11 月底，我国氮肥产成品库存为 630 万吨，而 8 月底为 468 万吨，去年 11 月底为 447 万吨（2007、2008 年氮肥生产成本假定分别为 1500 元/吨和 1600 元/吨）。可见，2008 年底我国氮肥库存仍在很高的水平。

需要说明的是，以上库存数据是化肥生产商的库存，并没有考虑经销商的库存情况。另外由于统计局只公布每年 2、5、8、11 月的行业数据，因而我们只能获得 2008 年 11 月底的行业数据。由于 12 月是化肥销售淡季，因而 11 月底与 12 月底的库存变化不会太大。

3.化肥行业“中性”投资评级

我们维持化肥行业“中性”的投资评级。我们认为春耕带动的化肥价格上涨并不能使 2009 年化肥行业恢复至 2008 年的行业高盈利水平。目前我们建议重点关注泸天化（000912，业绩对尿素价格波动敏感性高、整合预期、相对估值优势）、兴化股份（002109，国内硝酸龙头企业、2009 年业绩预计稳步增长）、辽通化工（000059，尿素产能不断扩大、500 万吨炼油等石化项目值得期待）。

泸天化（000912）：业绩对产品价格敏感性高（买入，维持）

（1）国内最大的尿素生产企业之一。目前公司尿素产能达到 150 万吨/年，年产量也在 150 万吨左右。如此大的产能也使得公司每股收益对尿素价格的敏感性很高。根据统计，泸天化的 EPS 对尿素价格波动最为敏感。（2）整合预期，虽然 2008 年第一次整合因为种种原因没有成功，但泸天化与川化股份的整合应该是四川化工控股集团的既定战略，我们认为在时机成熟的情况下，整合将再次进行。整合完成后，泸天化的竞争实力将进一步增强。（3）我们预计公司 2008-2010 年每股收益分别为 0.72 元、0.76 元和 0.81 元，维持“买入”的投资评级。

表 1 尿素价格波动对上市公司业绩的影响

股票代码	股票名称	尿素价格波动 100 元/吨对 EPS 的影响（元）
000912	泸天化	0.18
600230	沧州大化	0.16
600227	赤天化	0.16
000422	湖北宜化	0.15
600426	华鲁恒升	0.15
000731	四川美丰	0.13
000155	川化股份	0.11
600096	云天化	0.10
000059	辽通化工	0.10
600423	柳化股份	0.08
000830	鲁西化工	0.08

资料来源：海通证券研究所

兴化股份（002109）：国内硝铵龙头企业（买入，维持）

（1）通过扩能改造，目前公司硝铵产能达到 35 万吨，IPO 项目将于 2009 年年底前完成，届时公司新增 25 万吨硝铵产能，从而成为国内最大的硝铵生产企业。（2）硝铵产品价格相对刚性。由于硝铵主要用于炸药生产，因而在国内基建项目稳步推进的情况下，国内硝铵价格也将保持稳定，从而有助于公司业绩的稳定。（3）依托延长石油，做大做强主业。（4）我们预计公司 2008-2010 年每股收益分别为 0.48 元、0.61 元和 0.92 元，维持“买入”投资评级。

辽通化工（000059）：石化项目值得期待（暂无评级）

（1）目前公司具备 150 万吨尿素生产能力，同时公司地处东北，区位优势明显。（2）2008 年收购集团的石化项目预计将与今年上半年完工，该项目完成后，将具备 500 万吨炼油、63 万吨乙烯、100 万吨聚烯烃、300 多万吨其他石化产品的生产能力。随着成品油价格的理顺，仅 500 万吨炼油业务就将为公司贡献不错的利润。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

邓勇：石化、化肥行业

重点研究上市公司：中国石油、中国石化、中海油、云天化、华鲁恒升、盐湖钾肥、兴化股份

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。