

研究员：

代鹏举

行业：石油和化工

(8621)64718888-

1206

化肥——政策暖风好过冬

投资要点：

➤ 连续出台的农业扶持政策将提高种粮积极性

十七届三中全会通过《关于推进农村改革发展若干重大问题决定》，把建设社会主义新农村作为战略任务，坚持工业反哺农业、城市支持农村和多予少取的方针，推动农村经济社会又好又快发展。同时建立健全的土地承包经营权流转市场，允许农民以转包、出租、互换、转让、股份合作等形式流转土地承包经营权，从而为农村大规模经营打开了空间。直接提高2009年粮食收购价格，可以提高农民种粮收益约1100亿元。

➤ 约 2000 万农民返乡务农，提高粮食种植面积

受金融危机影响，2009年约有2000万农民工失去工作而返乡，占外出就业农民工总数的15.3%。受国家提高粮食收购价格预期影响，这些返乡的农民务农的可能性较高，将会提高粮食种植面积。

➤ 化肥市场化改革利于行业长期健康发展

国家放开化肥淡季出口，同时放开除氮磷肥价格管制，有利于消化国内过剩化肥产能，产品价格能随生产成本变化相应调整，毛利率相对稳定，行业周期性将会有所消弱，有利于行业长期健康发展。

➤ 预计石油化工产业振兴规划将完善国家化肥储备制度

业内专家预计，石油化工产业振兴规划最快2月内出台。根据我国国情及行业实际情况，炼油和化肥将是规划的重点。化肥行业方面政策将主要围绕淘汰落后产能、完善政策补贴以及国家化肥储备等几个重点方面。实施国家化肥储备，才能稳定生产企业和流通企业的市场预期，降低生产企业库存积压的风险，提高化肥生产的连续性和稳定性。

➤ 推荐湖北宜化和盐湖钾肥

预测湖北宜化（000422）2009年每股收益0.85元，2010年每股收益1.05元，市场估值水平上升，公司确定性较高，给予公司六个月10-14倍市盈率估值，合理价值在10-14.5元，维持推荐评级。

预测盐湖钾肥（000792）重组完成后2009年每股收益3.1元，2010年每股收益3.9元，给予公司六个月13-15倍市盈率估值，合理价值在40-58元，给予公司推荐评级。

联系人

张燕华

(8621)64718888-

1287

zhangyanhua@st

ocke.com.cn

上海市长乐路

1219 号长鑫大厦

18 层

(200031)

一、金融危机爆发以来国家连续出台农业扶持政策

1、十七届三中全会吹响农业发展新号角

2008年10月12日，党的十七届三中全会通过的《关于推进农村改革发展若干重大问题决定》把建设社会主义新农村作为战略任务，把加快形成城乡经济社会发展一体化新格局作为根本要求，坚持工业反哺农业、城市支持农村和多予少取放活方针，创新体制机制，加强农业基础，增加农民收入，保障农民权益，促进农村和谐，充分调动广大农民的积极性、主动性、创造性，推动农村经济社会又好又快发展。同时建立健全土地承包经营权流转市场，按照依法自愿有偿原则，允许农民以转包、出租、互换、转让、股份合作等形式流转土地承包经营权，发展多种形式的适度规模经营。有条件的地方可以发展专业大户、家庭农场、农民专业合作社等规模经营主体。

到2020年，农村改革发展基本目标任务是：农村经济体制更加健全，城乡经济社会发展一体化体制机制基本建立；现代农业建设取得显著进展，农业综合生产能力明显提高，国家粮食安全和主要农产品供给得到有效保障；农民人均纯收入比2008年翻一番，消费水平大幅提升，绝对贫困现象基本消除。

2、提高粮食收购价格直补农民种粮收益

国务院2008年10月17日召开国务院常务会议，会议决定加大强农惠农政策力度，较大幅度提高粮食最低收购价格，制定并发布增加各项农业补贴的方案，扩大补贴范围，提高补贴标准，做好粮棉收购工作。10月20日，国家发改委推出6项强民惠农措施，从2009年新粮上市起，白小麦、红小麦、混合麦每市斤最低收购价分别提高到0.87元、0.83元、0.83元，比今年分别提高0.10元、0.11元、0.11元，提高幅度分别为13%、15.3%、15.3%，稻谷最低收购价也将提高0.13元。按照2008年粮食总产量10570亿斤来计算，农民种粮收益将增加1100亿元左右。

3、中央一号文件提出加大对农业的支持保护力度

2009年2月1日国务院发布《中共中央国务院关于2009年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》，提出28点措施促进农业发展与农民增收，其中包括较大幅度增加农业补贴，建立土地承包经营权流转市场，鼓励部分省推行省直管县体制等。

二、约2000万农民返乡务农，提高粮食种植面积

中央农村工作小组办公室主任2月2日在国务院新闻办举行的新闻发布会上指出，受金融危机影响，2009年约有2000万农民工失去工作而返乡，占外出就业农民工总数的15.3%。受国家提高粮食收购价格预期影响，这些返乡的农民务农的可能性较高，将会提高粮食种植面积。

三、化肥市场化改革逐步实施

1、化肥淡季出口重新放开

2008年11月12日，国务院常务会议决定，从12月1日起降低部分化肥出口关税并调整征税方式。调整后尿素出口关税征收基准价2300元/吨，磷酸二铵出口征税基准价4000元/吨，磷酸一铵出口征税基准价3700元/吨。以上品种淡季低于基价征收10%关税，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%，旺季征收110%关税。尿素旺季为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；磷酸铵旺季为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。

2、化肥价格开始放开

2009年1月24日，国家发改委、财政部发布了《关于改革化肥价格形成机制的通知》，主要包括：（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。

化肥的主要原材料煤炭、天然气等价格波动较大，使化肥生产成本波动也很大。在产品价格管制的条件下，行业毛利大幅变动，放开价格管制，产品价格会随着生产成本变化而相应调整，行业毛利将相对稳定，行业周期性将会有所削弱，有利于行业长期发展。

四、预计石油化工产业振兴规划将完善国家化肥储备制度

业内专家预计，石油化工涉及的子行业众多，产业振兴规划方案比较复杂，需要经过几轮专家评议，国家发改委和工信部两大部委的协调才能最终定稿，并提交国务院审议，通过后最快2月内出台。根据我国国情及行业实际情况，炼油和化肥将是规划的重点。化肥行业方面政策将主要围绕淘汰落后产能、完善政策补贴以及国家化肥储备等几个重点方面。

目前我国实施的化肥储备制度是2005年1月12日开始建立的淡季商业储备制度，由生产企业和流通企业来共同承担。但生产企业库存能力有限，流通企业买涨不买跌，实际操作效果并不好。只有实施国家化肥储备，才能稳定生产企业和流通企业的市场预期，降低生产企业库存积压的风险，提高化肥生产的连续性和稳定性。可以保证化肥充足供应，也将对缓解我国化肥市场特别是淡季时化肥市场的供需矛盾、防止价格的大幅波动产生积极影响。

五、氮磷肥过剩20%，钾肥一半依赖进口

国内氮肥和磷肥过剩约20%，国内钾肥年消费量在800万吨左右，目前国内产量仅能满足一半需求，一半依赖进口。

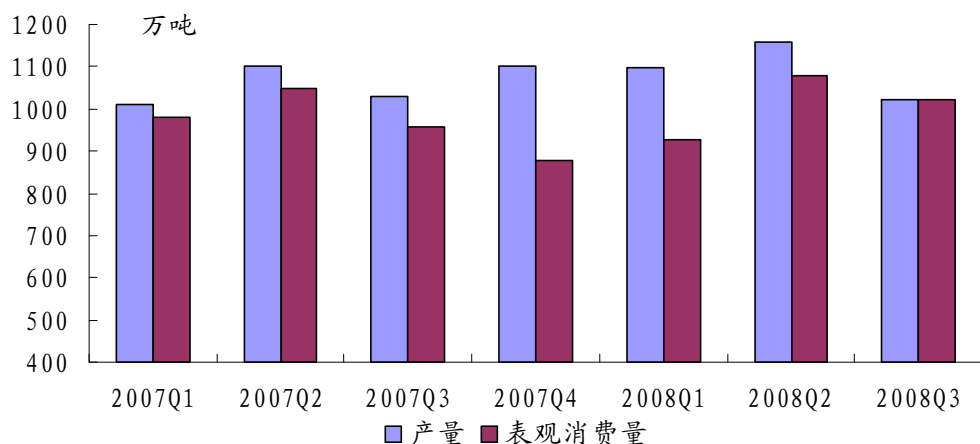


图1 国内氮肥供求关系

资料来源：中经网，中华商务网，浙商证券研究所

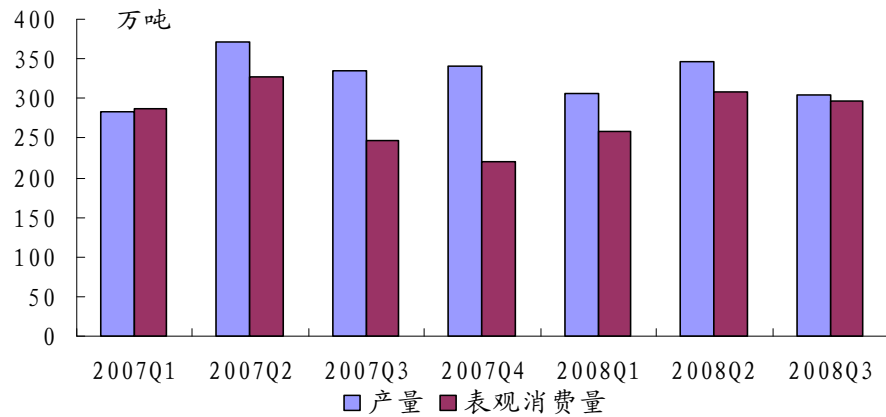


图2 国内磷肥供求关系

资料来源：中经网，中华商务网，浙商证券研究所

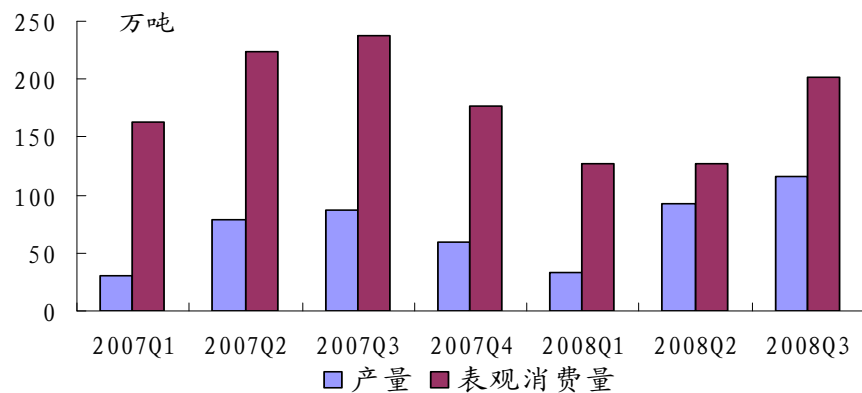


图3 国内钾肥供求关系

资料来源：中经网，中华商务网，浙商证券研究所

六、节后化肥价格企稳，上半年价格回升空间有限

经过2008年四季度价格直线下跌后，2009年1月份出口量上升，国际化肥价格回升，下游化肥流通企业开始为春耕备肥，政策支持企业增加淡季储备，生产企业产量减少，众多因素推动春节后化肥价格企稳，氮肥和钾肥价格有小幅反弹。但2-5月执行旺季高关税，目前国际国内价差下无法出口。同时，企业开工率会逐渐回升，上半年产品价格上涨空间有限。

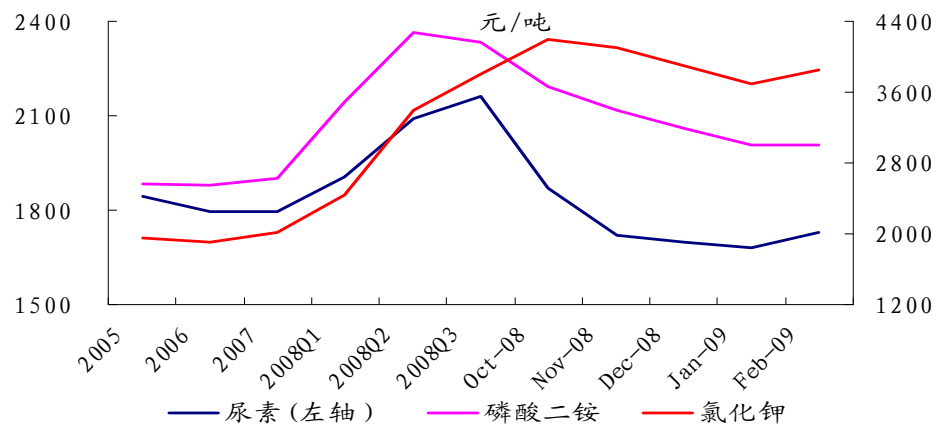


图4 国内化肥价格走势

资料来源：中经网，中华商务网，浙商证券研究所

七、推荐湖北宜化和盐湖钾肥

2009年氮肥成本与价格较2008年同时降低，但价格降幅大于成本降幅，毛利率相比2008年下降，与2007年基本持平。

2009年磷肥原料硫磺价格大幅下降，磷矿石价格比较稳定，总体成本降幅与产品价格降幅大致相当。但2008年下半年的高价硫磺原料需要较长时间消化，如果2008年第四季度一次性计提存货损失，2009年盈利将会明显改善。

国际钾肥供应商垄断性强，虽然全球需求会下降，但供应商减产来应对，2009年价格下降幅度不会很大。日本2009年钾肥合同价上涨200美元/吨，达到900美元/吨。中国国内钾肥库存基本可以满足2009年需求，上半年进口将会比较少，国产钾肥价格将会比较平稳。但下半年需要进口为2010年备货，届时国内钾肥价格将会随之上涨。2009年国内钾肥的毛利率依然会保持在2008年的高盈利水平。

氮肥与磷肥企业湖北宜化（000422）2009年磷矿、煤矿的自给度提高，内蒙古104万吨气头尿素项目2008年四季度投产，该项目享受3年免税、2年减半的税收优惠政策，吨尿素的净利润约400元，可以为公司2009年带来每股0.34元的收益，基本可以抵消本部煤头尿素的盈利下滑。如果内蒙项目天然气价格上调，氮肥整体价格将会上涨，公司本部煤头尿素盈利将会部分抵消该项目的损失。

钾肥企业盐湖钾肥（000792）停牌约半年后，12月26日正式发布重组公告，公司将以新增股份换股吸收合并母公司，重组完成后，盐湖钾肥的每股剩余氯化钾开采储量由0.0054吨提升到0.0382吨，大幅提升6倍，同时消除了内部关联交易，长期发展前景更加确定。因为2008年第四季度钾肥销售不畅，2008年业绩低于预期。这部分存货将会在2009年体现出来。

气头尿素企业建峰化工（000950）成本显著低于煤头尿素企业，在天然气价格稳定的条件下，盈利能力稳定。公司2月3日公告，计划以不低于10.21元/股的价格非公开发行5000万-10000万股，筹集资金用于年产45万吨合成氨/80万吨尿素项目的建设，该项目计划于2009年12月建成投产，预计2010年6月前达到设计产能。该项目投产后，2010年公司尿素产能将由52万吨增长到132万吨，盈利能力大幅上升。公司存在天然气价格上调的潜在风险。

预测湖北宜化（000422）2009年每股收益0.85元，2010年每股收益1.05元，市场估值水平上升，公司业绩确定性较高，给予公司六个月10-14倍市盈率估值，合理价值在10-14.5元，维持公司推荐评级。

预测盐湖钾肥（000792）重组完成后2009年每股收益3.1元，2010年每股收益3.9元，给予公司六个月13-15倍市盈率估值，合理价值在40-58元，给予公司推荐评级。

预测建峰化工（000950）2009年定向增发10000万股，摊薄后2009每股收益0.60元，2010年每股收益1.10元。如果2009年化肥用天然气价格上调0.2元/立方米，公司的业绩将会下滑20%。公司存在一定不确定性，给予公司六个月10-13倍市盈率估值，合理价值在10-14元，给予公司中性评级。

研究员介绍:

代鹏举：上海交通大学硕士，三年大型化工上市公司工作经历，2008年5月加入浙商证券，目前为石油和化工行业研究员。

投资评级的说明:

股票投资评级

- 强烈推荐：** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 推荐：** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 中性：** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 回避：** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上；

行业投资评级

- 推荐：** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数；
- 中性：** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平；
- 回避：** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数；

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”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“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。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多种金融服务。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。