

基础化工行业

代璋

010-88092288-3209

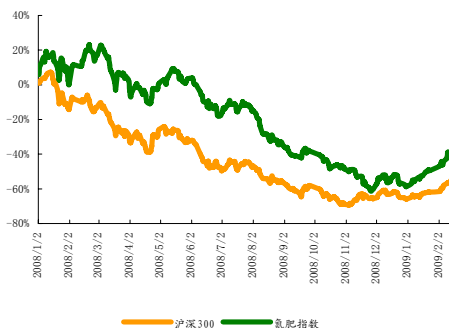
daizh@swsc.com.cn

进入减产周期

——尿素行业 2009 年简析——

2008 年 2 月 13 日

相对指数表现



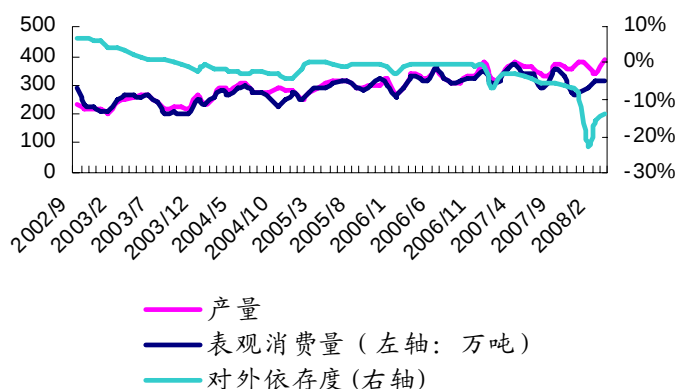
主要观点:

- 2009-2010 年我国尿素产能将达到顶峰，尿素的产消矛盾将放大。我们认为尿素作为中国氮肥主要产品的地位会因为我国农业基础设施的不断完善，生物技术的不断发展，可持续发展战略的深入实施而在未来被取代。
- 目前国家政策将指引尿素产能向优势企业集中，伴随着高耗能、高污染企业的淘汰，我们预计我国尿素产量在未来 3-5 年将下降 20%-30%，淡储将作为过渡。
- 氮肥企业库存 08 年 4 季度陡增 35%，尿素与合成氨的产量在 08 年 3、4 季度的明显下滑，是尿素产量进入下降通道的信号。
- 国内尿素出口受阻，联系目前的美国金融危机与 96 年的亚洲金融危机，在国际实体经济原料需求下降的同时，国外低价产品对国内产业的冲击影响加大。
- 国内农业需求是氮肥生产的保证，而农作物中经济作物对氮肥需求的拉升作用明显，目前国内经济作物种植面积呈现下降趋势，提高农作物单产的号召并不等于氮肥需求的增加。合理的种植结构规划、科学的轮耕休作以及降低化肥的农业支出占比，才是化肥行业平稳持续发展的基础条件。

一. 氮肥产能过剩，面临结构调整

2009-2010 年国内尿素产能将达到顶峰：2003 年我国氮肥实现自给，自此我国氮肥产量快速增长。数据显示，目前我国氮肥产量相比氮肥表观消费量过剩 15%至 20%。经济繁荣末期，不少产能扩张项目匆匆上马，我们估计 2009-2010 年再建、拟建及扩建项目投产后，我国尿素产能过剩将达到 30%左右。

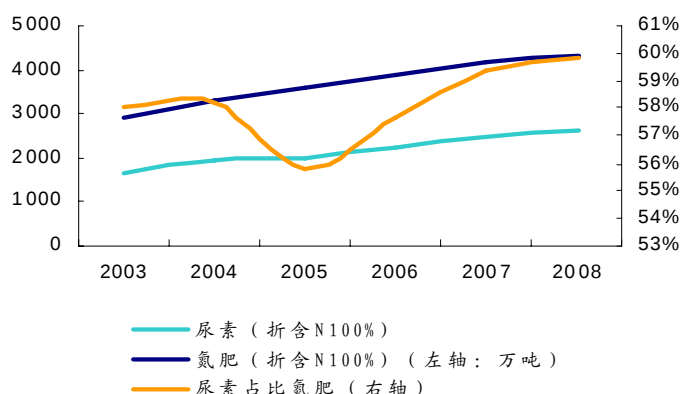
图 1：中国氮肥月均产消状况



数据来源：中经产业数据，西南证券研发中心

尿素在未来不会成为氮肥的主要品种：尿素作为含氮量 46%的氮肥，是目前氮肥的主要品种。我国尿素使用量占氮肥使用量的 50%-60%，目前产能过剩约 20%。尿素占我国氮肥需求的比重，相比美国等发达国家尿素占氮肥 20%的比例相对较高，尿素作为固态氮肥从运输和使用上讲都有局限性。

图 2：中国尿素与氮肥产量关系



数据来源：WIND，西南证券研发中心

液态氮肥（液氮）是美国氮肥的主要品种，其含氮（N）量较高，运输方便。我国目前农业基础设施还待加强，不少地区水利设施正在完善，氮肥运输管道的建设需要时间，液态氮肥要成为我国氮肥主力还需时日。

不少植物本身具有从空气中吸收氮元素的能力，在此基础上衍生的生物固氮技术（如豆科根瘤菌）经过长时间的实践研究已不断完善，在许多国家已经成为重要的种植技术。我国本土研究也已经取得很好效果，在宁夏、黑龙江等地投入农业生产效果良好。不过，如同尿素使用初期的情况，要让广大农民接受还需时间。但我们相信在可持续发展战略的指引下，生物固氮技术在未来将成为我国重要的种植技术。

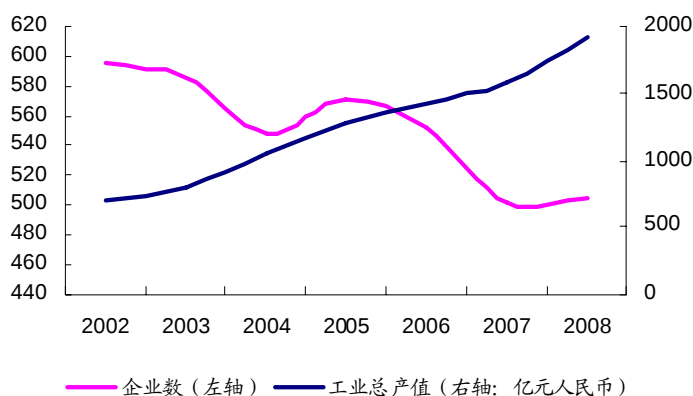
二. 预计尿素产量在未来 3-5 年下降 20%-30%

政策调控，将使产能集中在优势企业：2009 年 1 月 24 日，国家发展改革委、财政部发出《关于改革化肥价格形成机制的通知》（下称《通知》），正式宣布取消实施多年的化肥价格管制，化肥生产由“政府指导价”改为“市场调节价”。《通知》指出：自 2009 年 1 月 25 日起，国产化肥出厂价、进口化肥（钾肥除外）的港口交货价，由政府指导价改为市场调节价。同时，取消提价申报、调价备案、最高限价以及流通环节价格差率控制等各项临时价格干预。中国传统节日春节放假前最后一天发布的《通知》，让人感受到政策的必要性。从氮肥（尿素）的角度看，中国在 2003 年已经达到氮肥（尿素）自给，目前的氮肥（尿素）的产能过剩率与可以预见的产能扩张，已给国家的调控留下了充足的空间。

目前我国尿素产能还较分散，规模企业的尿素产能只占尿素总产能的 50-60%，资源配置在优势企业，将有利于行业发展。高能耗、高污染企业需要淘汰，但企业设配重置成本过高，员工的就业，政府采取怎样的补贴政策等问题，都需要时间，此次政策出台的时间应该已经较好的考虑了以上因素。

中国的氮肥企业由 2002 年的将近 600 家到目前的 500 家，氮肥企业的工业总产值从 2002 年至 2008 年，维持 10%至 20%的增长。数据显示，氮肥企业数的减少，并不会影响行业发展。预计未来因为尿素价格低位震荡，利润率偏低会导致更多的企业停产停业，从而使尿素产量合理的下降。

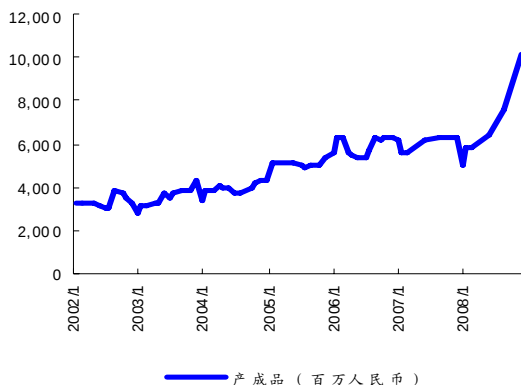
图 3：中国氮肥制造业情况



数据来源：CEIC，西南证券研发中心

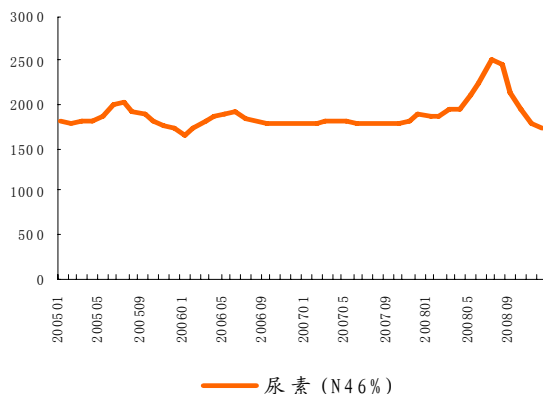
氮肥企业库存陡增，08 年 3、4 季度产量明显下降：氮肥企业库存产成品金额数据显示，2008 年 11 月库存相比 8 月库存增加 35%，反应出产需的不平衡以及氮肥产能的过剩程度。需要指出的是，08 年 8 月至 10 月，尿素价格是呈下降的走势的，由此看并不是价格的上涨引起库存金额的增加。

图 4：中国氮肥库存



数据来源：CEIC，西南证券研发中心

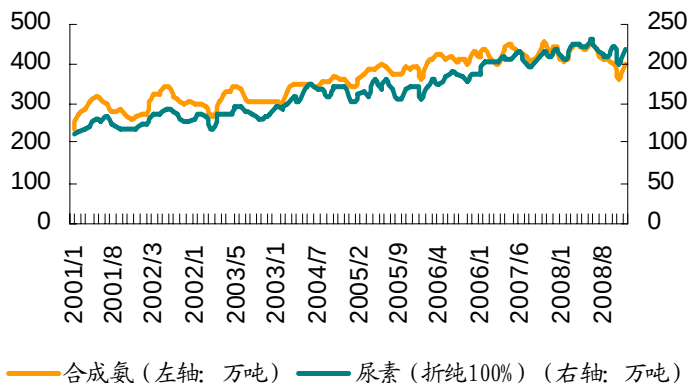
图 5：中国尿素价格月度数据



数据来源：天相，西南证券研发中心

尿素与合成氨的产量在 08 年 3、4 季度出现较为明显的回落。作为尿素原料的合成氨月度产量下降到了 05 年的水平。09-10 年尿素产能将达到顶峰，但尿素产量将可能维稳或者小幅下降，量能不匹配，是尿素产量进入下降通道的信号。

图 6：中国合成氨与尿素月度产量



数据来源：CEIC，西南证券研发中心

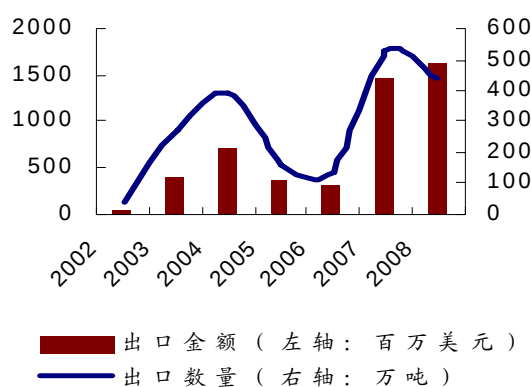
出口无力，尿素难消化：尿素相比其他化肥产品仍是出口的主力，从年度数据来看，尿素出口金额在 08 年依然正增长，这主要得益于上半年尿素价格的上涨，出口数量在 08 年已经开始回落。

07，08 年我国尿素出口占比国内尿素产量出现了峰值，说明 07，08 年我国尿素出口依赖度较高；而同时尿素产量的增幅却在放缓，说明国内对尿素需求与尿素实际产量的不匹配。

尿素出口月度数据显示，08 年 4 季度出口量下降显著，排除国家对化肥出口征收特别关税的影响，在国内用肥淡季 12 月，往年数据显示 12 月和 1 月都是出口量较大的月份，出口依然无力，这反应了目前尿素的国际需求疲软。

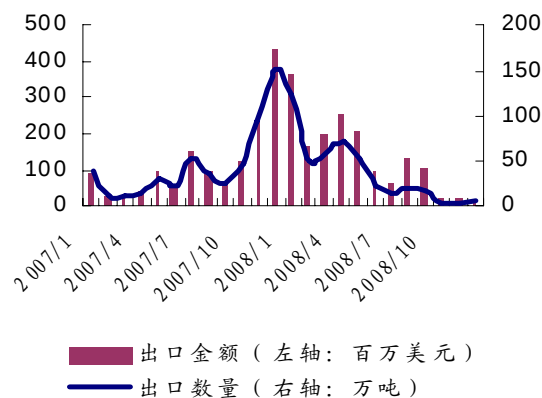
另一方面，96 年美国尿素产量在达到顶峰后，5 年内下降了 40%，当时的亚洲金融危机与目前的美国次贷危机，都将导致实体经济需求的大幅下降，是淘汰落后产能的理想时期。

图 7：中国尿素出口年度数据



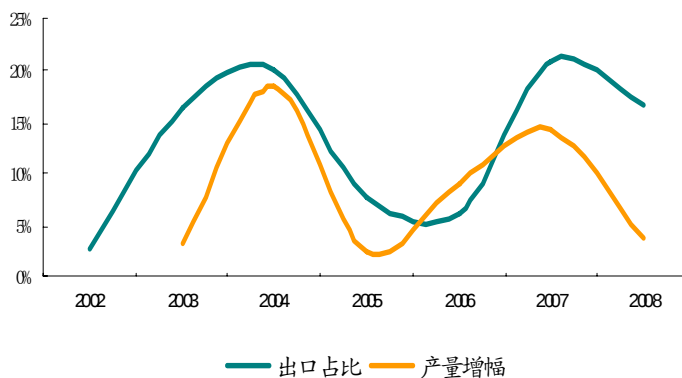
数据来源：CEIC，西南证券研发中心

图 8：中国尿素出口月度数据



数据来源：CEIC，西南证券研发中心

图 9：中国尿素出口占比与产量增幅

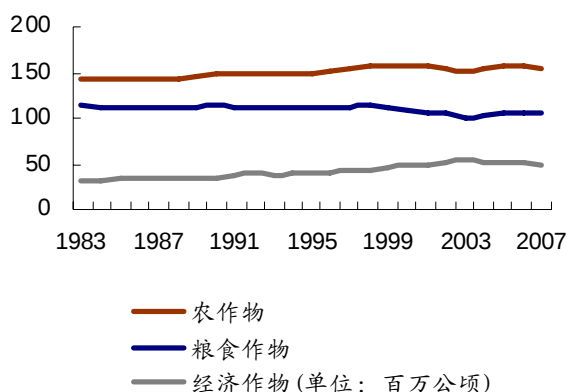


数据来源：CEIC，西南证券研发中心

农业对氮肥需求明显减缓：在出口不利的情况下，为了维持氮肥产量增长，只有拉动国内需求一条路，农业对肥料的需求到底还能增长多少？

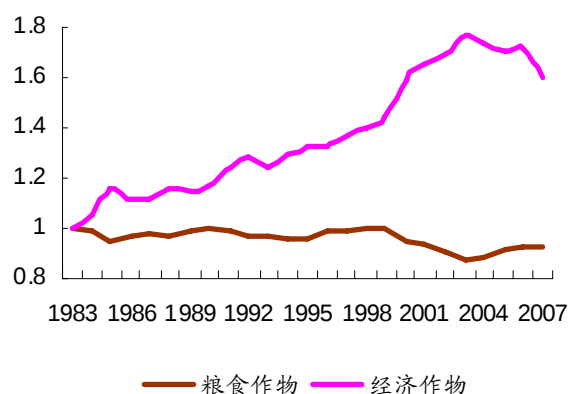
先看播种面积，目前粮食作物与经济作物播种面积比例约为 2:1。03 年前，经济作物播种面积快速增长，粮食作物播种面积缓慢下降。03 年后，情况相反。09 年中央一号文件指出“必须加大力度扶持粮食生产,稳定粮食播种面积”，经济作物的单位用肥量远大于粮食作物，经济作物播种面积的减少，将减少国内氮肥需求。

图 10: 中国农作物播种面积情况



数据来源：农业部，WIND，西南证券研发中心

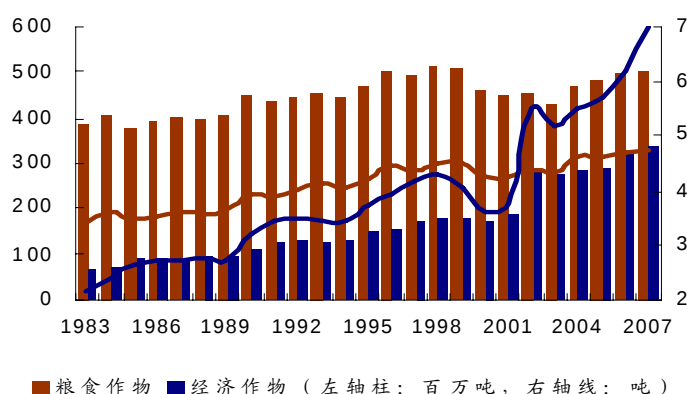
图 11: 中国农作物播种面积增长状况



数据来源：农业部，WIND，西南证券研发中心

中央一号文件同时指出“提高单产水平”。数据显示，我国粮食作物单产水平稳定缓慢地增长，粮食总产量经历了连续 5 年减产，有望迎来近 40 年来第一次连续 5 年粮食增产，预计在 08 年粮食总产量达到 5250 亿公斤，实现 4.7% 的增长。经济作物单产水平在 07 年迅速增长，总产稳步提高。

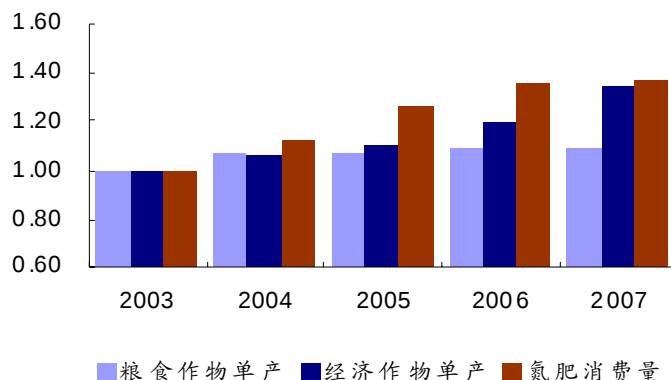
图 12: 中国农作物总产与单产



数据来源：农业部，WIND，西南证券研发中心

提高农作物单产对国内氮肥需求增长的影响有限。足量、科学地施用氮肥对提高农作物单产有很好的促进作用，反过来，为了提高农作物单产提高氮肥的施用量是很有必要的。03 年至 06 年的数据表明，经济作物单产的提高与氮肥消费量的提高正相关度较高，粮食作物单产的提高对氮肥的消费量提升作用不明显。而到了 07 年，经济作物单产增速远高于氮肥消费量增速，说明加大氮肥施用量已经不是使单产提高的主要作用，预计 08 年的数据可能出现单产上升，氮肥施用量下降的情况。对 09 年提高农作物单产从而提高氮肥消费的假设不用报太高期望。

图 13: 中国农作物单产增幅与氮肥消费增幅

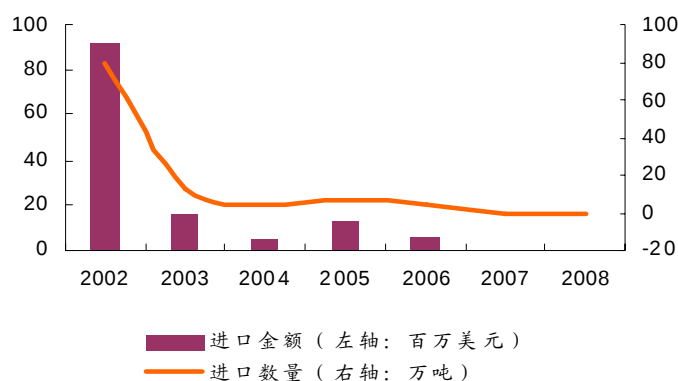


数据来源：农业部，WIND，西南证券研发中心

贸易摩擦，我国同样面临反倾销：据中国化工网报道“国外化工产业冲击国内化工产业的苗头近期已频频出现。有关人士表示，有机化工原料、合成树脂等化工品，很多已经开始面临国外的倾销。据了解，二甲基环体硅氧烷、己二酸、TDI 等产品已被商务部反倾销调查。此外，随着国际原油、天然气等资源产品价格的暴跌，本来就具有成本优势的中东大宗石化产品正寻找每一个可乘之机，中国无疑将成为国际化工巨头消化过剩生产能力的重要目标。”

从进口数据看，目前尿素进口量已经趋于零。不过，96 年美国国内尿素产量大幅下降部分原因是受到国外低价合成氨的冲击，所以国内氮肥企业在未来会面对更大压力。

图 14: 中国尿素进口年度数据



数据来源：CEIC，西南证券研发中心

可持续发展支撑有机食品市场扩大：我国目前有机食品市场占有率远低于国际平均的 2%，其较高的价格是制约其发展的主要因素。随着国民生活的提高，对环境资源认识的加深，生产成本的降低，将加速有机食品市场的发展，会在一定程度上降低化肥的需求。

目前国内氮肥产能大幅过剩，氮肥中尿素占比过高，随着生物技术的发展，尿素在氮肥中的主导地位将动摇；另一方面，国内氮肥需求增长缓慢，受美国金融危机影响，我国尿素出口下降明显，存货不断增加，面临国外低价化工产品向国内倾销的威胁；其次，在

可持续发展战略指导下，人民对环境保护、能源合理利用意识加强，化肥的使用将有一定程度受限。综上我们得出结论，氮肥尿素的产能增速已经远远超过需求的增速，尿素将进入减产周期，预计淡储将作为企业产能的过渡。合理的种植结构规划、科学的轮耕休作以及降低化肥的农业支出占比，才是化肥行业平稳持续发展的基础条件。尿素企业‘产能扩张，利润上升’的模式将过去，我们预计此次减产周期将对国内氮肥上市企业提出新的要求，也将对我们对上市公司投资价值的探索提出新的挑战，越是枯燥乏味的，越值得关注。

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	强烈买入	股价明显低估，未来6月内有30%的涨幅
	增持	股价明显被低估，未来6月内有15%的涨幅
	持有	股价定位合理，未来6月内股价波动在-5%--10%之间
	谨慎持有	股价基本合理，未来6月内股价波动在5% -- 10%之间
	卖出	股价被高估，未来6月可能出现-15%以上的跌幅
	强烈卖出	股价明显高估，未来6月内有-30%的跌幅
行业	强于大市	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数将跑赢综合指数
	跟随大市	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数将跟随综合指数
	弱于大市	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100032

电话：（010）88092288-3217、3507

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>