



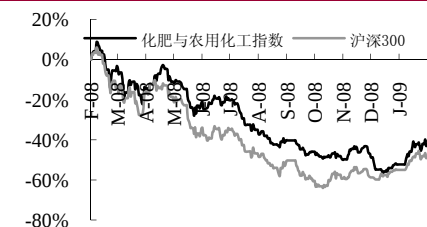
金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

化肥与农用化工

Fertilizers and Agricultural
Chemicals Manufacturing
Industry

2009 年 2 月 25 日

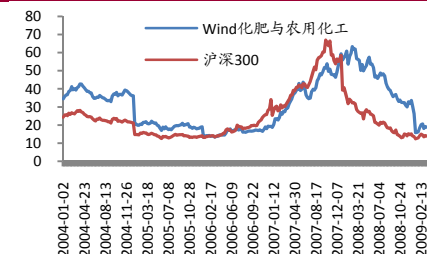
行业相对沪深 300 表现



表现	1m%	3m%	12m%
化肥及农用化工	-8.6	-4.4	-44.17
沪深 300	-3.7	6.9	-53.47

行业重点股票	6m%	YTD%	评级
湖北宜化	7.1	60.4	增持
华鲁恒升	46.3	32.0	增持
四川美丰	45.4	24.3	中性

行业 PE 趋势图



化肥行业深度研究报告

— 刚性需求支撑行业景气，扶持政策推动行业发展

评级：增持

- 全球化肥生产逐步向资源地和市场转移。未来化肥供给增加而需求增长有限，产能过剩问题逐步出现。
- 我国化肥产销存在结构性矛盾。磷钾肥供过于求导致对出口依赖程度较高，而钾肥供不应求导致进口依存度高。
- 化肥行业周期性较弱，刚性需求支撑行业发展。我国化肥企业开工率逐渐提高，化肥价格在刚性需求的拉动下明显回升。预计化肥行业将率先走出低谷。
- 政策支持推动行业发展。化肥淡储制度逐步完善、化工产业调整振兴规划对行业具有直接推动作用。而当市场条件具备时，化肥价格的市场化和关税下调对行业发展具有极大的推动力。
- 短期内，农民收入水平提高、国家支农惠农政策的出台将有利于稳定今年化肥施用水平。长期内，人口增长、食品消费升级和生物能源是化肥需求不断提高的重要推动因素。
- 看好具有技术优势、上下游一体化、良好市场布局的化肥企业。

王昕 杨杰（协助）

+86 755 83025935

yangjie@jyzq.cn

目 录

1、化肥基本概念.....	2
2、全球化肥产业格局.....	2
2.1 氮肥生产逐步向资源地转移，磷、钾肥生产集中在原料产地	2
2.2 未来全球化肥供给不断增加，需求暂时回落.....	5
3、国内化肥产业格局.....	6
3.1 产业集中度较低，产销存在结构性矛盾.....	6
3.2 气头氮肥企业盈利高于煤头，尿素价格明显回升.....	7
3.3 磷肥企业去年亏损严重，目前行业开工率明显上升.....	11
3.4 钾肥行业尚未调整，存在一定价格风险.....	14
4、产业链上下游影响因素.....	15
4.1 原材料价格整体下降，化肥生产成本降低	16
4.2 国际运输费用下降，国内铁路运输优惠继续保持.....	17
4.3 粮食播种面积和粮食产量提高，有利于提高化肥施用量.....	18
5、行业驱动因素分析.....	20
5.1 政策扶持将带动化肥行业率先走出景气低谷.....	20
5.2 人口增长和食品消费升级是化肥需求增长的长期推动力量.....	24
5.3 长期内，生物能源的发展是化肥行业发展的巨大推动力量.....	25
6、行业未来趋势预测.....	26
6.1 市场和价格竞争逐渐加剧，行业区域特征逐渐淡化	26
6.2 氮肥生产重新转向煤头，生产向资源地转移.....	27
6.3 磷肥企业产业集中度和上下游一体化程度将进一步提高，硫磺对外依赖难以改变.....	27
6.4 钾肥企业未来产能扩张，但产业基本格局变化不大.....	27
7、行业投资策略及重点公司简介.....	27
8、行业风险因素.....	29

1、化肥基本概念

化肥是指用化学和（或）物理方法制成的含有一种或几种农作物生长需要的营养元素的肥料。而肥料是指施入土壤或喷洒于作物叶片上，能直接或间接地供给作物养分，而获得高产优质的农产品，或能改善土壤理化、生物性状，逐步提高土壤肥力，而不产生对环境有害影响的物质。

按化肥中含有营养元素的不同，化肥可分为氮肥、磷肥、钾肥、复合肥和微肥，其中氮、磷、钾肥是农业生产中施用量最高的三种化肥。

表 1：化肥主要品种的定义

品种	定义
氮肥	指可被植物利用的氮素化合物为主要成分的化肥。
磷肥	指可被植物利用的无机磷化物为主要成分的化肥。
钾肥	指可被植物利用的可溶性无机钾化物为主要成分的化肥。
复合肥	同时含有 N、P、K 三要素中两种以上营养元素的化肥。
微肥	含有效态 B、Mn、Cu、Zn、Mo、Fe、Co 等微量营养元素的肥料。

2、全球化肥产业格局

2.1 氮肥生产逐步向资源地转移，磷、钾肥生产集中在原料产地

全球氮肥生产以天然气为主要原料，生产逐步向资源地转移

氮肥可用天然气、煤和石油作为原材料。由于使用天然气作原料具有投资省、成本低的优点，全球 80%左右的氮肥是由天然气制成的。天然气、煤炭、石油主要用做能源，用做化工原料的比例很低（如天然气仅 10%左右用于化工），能源需求和价格变动对氮肥企业生产成本影响很大。

由于原料分布较为广泛，所以全球氮肥生产消费布局相对协调，国际贸易比重较低。目前世界氮肥生产主要集中在中国、俄罗斯、中东、中南美洲等地区。近年来氮肥生产逐步向具有资源优势的中东、东亚、东欧及中亚等地转移，北美和西欧氮肥产量呈下降趋势。目前，全球主要最大的氮肥消费地区是亚洲，并且增速较快。

国际贸易方面，近年来全球主要的氮肥出口地是东欧和中亚、拉丁美洲、中东和东亚，主要的进口地为北美、西欧和东亚。

磷肥与硫磺的生产集中在资源产地，国际贸易量较高

全球磷肥生产集中在磷矿资源所在地。全球磷矿基础储量为 470 亿吨，工业储量为 150 亿吨。具有经济价值的磷矿资源主要集中在摩洛哥、美国、中国和俄罗斯，四国的磷矿产量约占全球总产量的 67%。上述四国也是磷肥的主要生产国，其中中国磷肥产量约占全球总产量的 30%。

受磷肥价格上涨的刺激，世界磷肥生产能力（主要是中国）近年来大幅增长，但美国、中东地区的产量有所下降。全球最主要的磷肥消费地区为东亚和北美。

由于磷矿资源相对集中，国际贸易量较高。如 07 年全球二铵产量 1253.0 万吨（折纯），其中 42.5%用于国际贸易。

硫也是磷肥生产的主要原料，全世界大约 70%的硫资源被磷肥生产所消耗。天然气和石油炼制过程中回收硫磺具有成本较低、污染小的特点，成为全球硫产品的主要原料来源。目前，从石油天然气中回收的硫磺约占硫磺总产量的 80%左右。由于我国油气中含硫量低，导致我国硫资源对外依存度高达 60%左右。

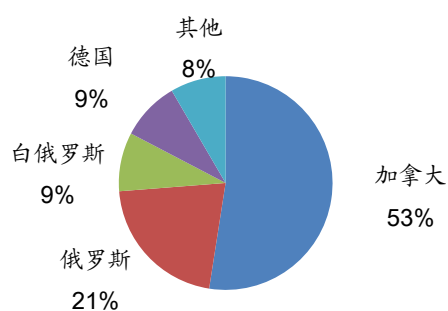
从全世界来看，北美、中东、东欧和中亚等天然气、石油主产地同时也是硫的主产地，而东亚、北美、非洲是硫的主要消费地区。

07 年世界硫磺产量 4814.3 吨，其中 62.3%用于国际贸易。出口量较大的国家有加拿大、俄罗斯、沙特、阿联酋、日本和伊朗，上述 6 国出口量合计占全球出口贸易量的 70%。全球最主要的硫磺进口地区是东亚和非洲。

全球钾矿资源高度集中导致垄断，全球大部分钾肥用于国际贸易

全球钾矿资源丰富，但分布不均。目前，世界钾矿工业储量为 83 亿吨（折 K₂O），基础储量为 180 亿吨（折 K₂O）。钾矿主要分布在加拿大、俄罗斯、白俄罗斯和德国。上述国家是全球主要的钾肥生产国和出口国。全球主要的钾肥消费和进口地区为东南亚和拉丁美洲。

图 1: 世界钾矿资源分布

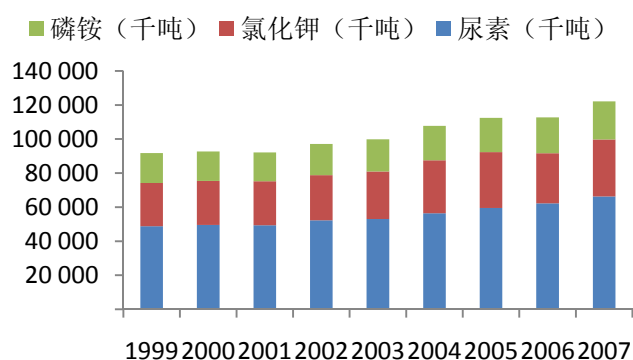


数据来源: USUG

钾肥生产主要用于国际贸易。07 年全球生产氯化钾 (MOP) 3343.1 万吨 (折纯, 总量为 5540.2 万吨), 其中 81.3% 用于国际贸易。

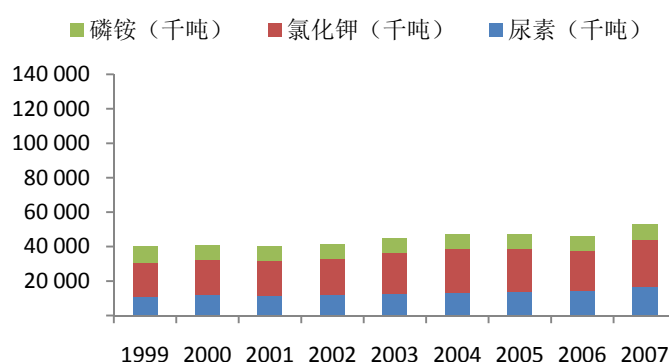
全球钾肥的产销集中在 Canpotex 和 BPC 两大集团, 两大集团氯化钾产能共计 3200 万吨, 在国际钾肥市场具有垄断地位。

图 2: 近年来世界主要化肥品种产量变化 (折纯)

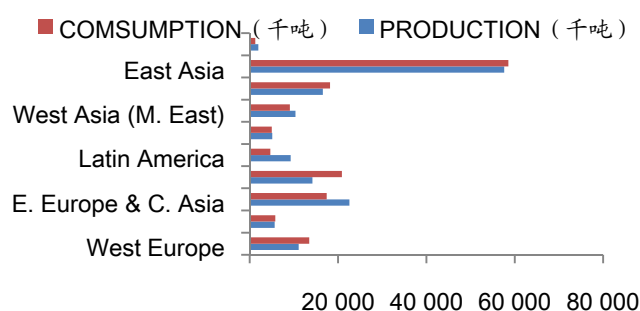


数据来源: IFA

图 3: 近年来世界主要化肥品种国际贸易量变化 (折纯)

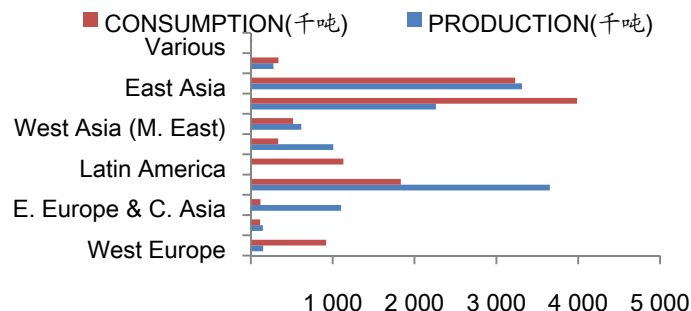


数据来源: IFA

图 4: 2007 年世界 NH₃ 产销分布

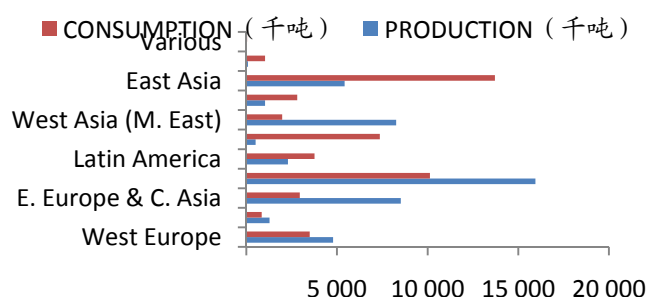
数据来源: IFA。

图 5: 2007 年世界二铵产销分布 (折纯)



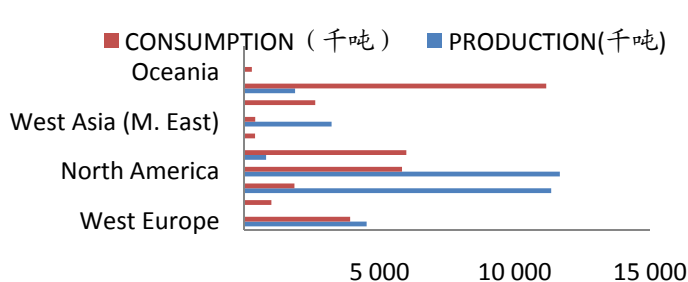
数据来源: IFA

图 6: 2007 年全球硫磺产销分布



数据来源: IFA

图 7: 2007 年全球钾肥产销分布 (折纯)



数据来源: IFA

2.2 未来全球化肥供给不断增加，需求暂时回落

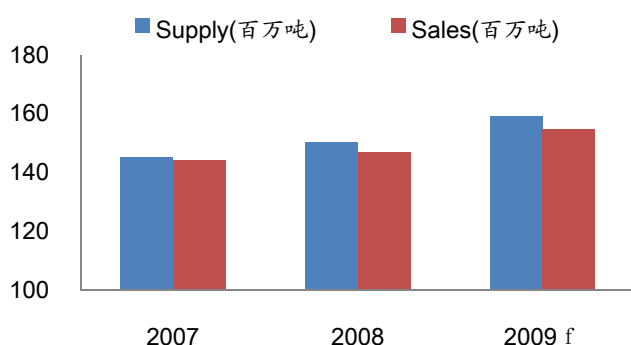
从 2005 年开始，在粮食价格飞涨的带动下，化肥价格快速上涨、产销量大提高。在 08 年下半年粮食价格大幅下跌的情况下，预计化肥总体需求出现回落。

氮肥供需将继续增长，供过于求的局面加重。预计 09 年全球氮肥产量为 139.4Mt（折纯），比上年增长 3.9%。剩余量从 08 年的 4.8Mt 增加到 09 年的 6.3Mt。就尿素而言，供求平衡程度较好，近年来的价格上涨导致产能扩张较快，预计近期的价格下跌将提升尿素需求。预计 09 年剩余量不高于需求的 1.5%。中国近年来尿素产能增长较快，是全球重要的尿素出口国。

磷肥供给将有一定程度增长，而消费将出现暂时下降。由于中国、墨西哥和俄罗斯产能扩张，09 年全球磷铵产能将增加不超过 0.6Mt（折纯）。预计全球磷肥需求在 09 年下降 4.7%。中国磷肥的出口对全球市场平衡具有重大影响。

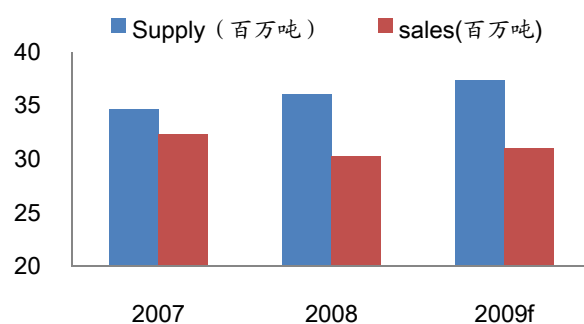
全球钾肥产能长期过剩。由于钾肥价格过高导致施用量下降，再加上近期钾肥产能有所提高，预计 09 年钾肥过剩量将从 08 年的 5.8Mt（折 K₂O）增加到 6.4Mt。目前，全球主要钾肥生产企业正实施限产保价。

图 8: 近年来全球尿素产、销变化



资料来源: IFA

图 9: 近年来全球钾肥产、销变化



资料来源: IFA

3、国内化肥产业格局

3.1 产业集中度较低，产销存在结构性矛盾

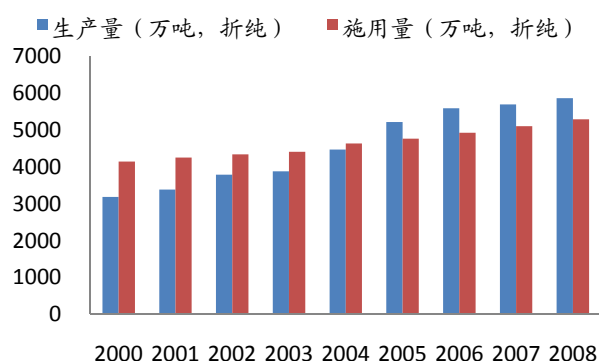
截至 2008 年 11 月，我国化肥企业共 2328 家。其中氮肥企业 505 家，磷肥企业 392 家，钾肥企业 87 家，复混肥企业 1012 家，其他 332 家。我国化肥企业数量较多，产业集中程度较低。

随着化肥产量的不断增长，目前我国已成为世界上最大的化肥生产国。2008 年全行业生产氮、磷、钾肥共 5867.55 万吨（折纯）。其中，氮肥产量 4331.20 万吨，磷肥产量 1258.90 万吨，钾肥产量 277.50 万吨。

我国化肥产销结构性矛盾比较明显。国内氮、磷、钾肥生产比例为 1: 0.29: 0.05，而施用比率 1: 0.33: 0.22。可见，我国化肥产业存在氮肥生产过多而钾肥生产不足的结构性矛盾。

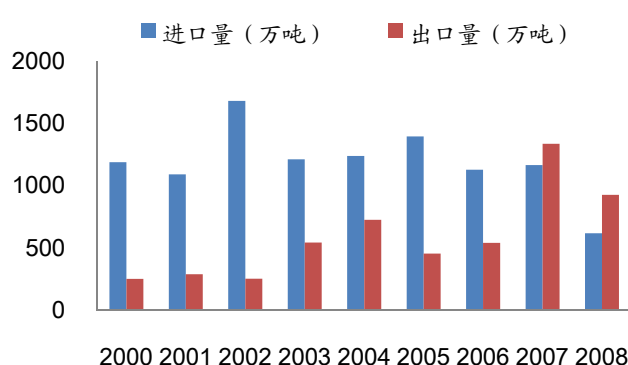
随着我国化肥产能不断扩张，产能过剩逐渐出现。出口对于国内化肥市场平衡的重要性日益突出。近年来，我国化肥进口逐年下降，而出口快速上升（08 年出口下降是关税上调所致）。目前，我国已成为世界重要的氮、磷肥出口国之一，我国化肥出口情况对世界化肥市场的供需平衡具有重要影响。

图 10: 近年来我国化肥产销情况



资料来源: WIND (注: 08 年为估计数)

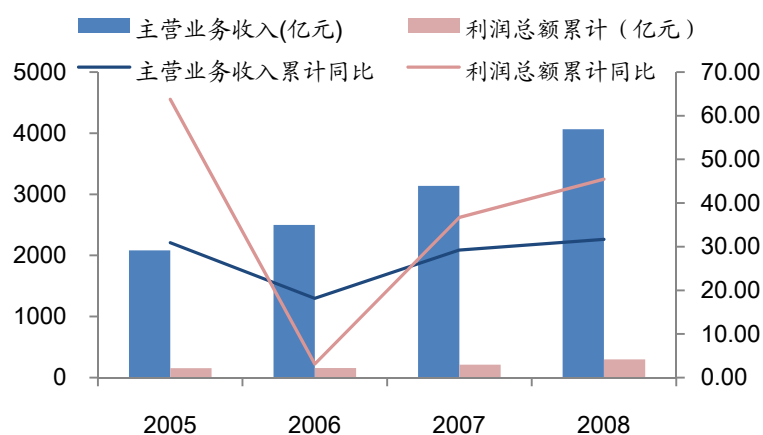
图 11: 近年来我国化肥进出口情况



资料来源: WIND

近年来,我国化肥行业收入、利润不断增长,发展态势较好。2008 年 1-11 月我国化肥行业共实现销售收入 4066.02 亿元,比上年同期增长 31.68%;利润总额 297.77 亿元,比上年同期增长 40.74%。收入、利润快速增长的原因在于销售量和价格的快速提高。但在原油价格大幅下挫的带动下,08 年 4 季度化肥价格快速下跌,预计全年利润实际增长较低。对于大企业而言,我国对大企业实行了出厂价格控制,价格上涨带来的收益更多地被流通企业获得,预计大企业整体盈利状况一般。

图 12: 我国化肥行业收入利润情况 (1-11 月份)



数据来源: WIND

3.2 气头氮肥企业盈利高于煤头, 尿素价格明显回升

我国氮肥原材料重新转向煤炭

我国氮肥生产所用的原材料主要为煤炭、天然气和石油。历史上我国氮肥企业全部以煤为原料,近年来陆续上马了一批以天然气和石油为原料

的大型氮肥企业。石油价格高涨已经促使部分油头企业将原料改为煤炭。而在天然气资源限制、价格改革和价格上涨预期下，部分大型气头氮肥企业正逐步转向以煤为原材料。

近期气头氮肥企业盈利状况仍然高于煤头，长期内煤头企业发展前景更大

根据原材料（天然气、石油和煤）的不同，氮肥生产工艺分为三类。实质上，三种生产工艺没有本质区别。

按大型装置专利的不同，国际上合成氨工艺分为三种：（1）以煤为原料的鲁奇煤气化工艺、德士古水煤浆气化工艺；（2）以天然气和石脑油为原料的凯洛格传统工艺、凯洛格 TEC 工艺、托普索工艺、AMV 工艺、布朗工艺、KBR 工艺；（3）以渣油为原料的有德士古工艺、谢尔工艺。

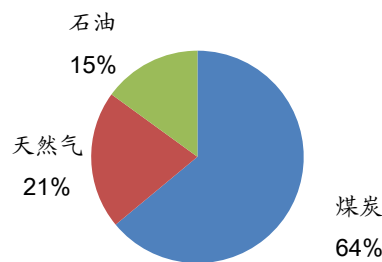
我国大型合成氨设备前期主要以引进为主，近来技术进步很大，实现了部分工艺的自主化，并在原料煤替代和新型净化技术等方面也取得了一定进展。

预计近期内，气头氮肥企业生产成本仍然低于煤头企业，原因在于（1）以天然气为原料具有投资省的优点。如新建一套 30 万吨合成氨、52 万吨尿素的装置，以煤为原料需投资 42 亿元，而以天然气为原料只需要 25 亿元。（2）以天然气为原料具有生产成本低的优点。为我国对化肥企业使用天然气给予价格优惠，而化肥用煤炭价格已经实现市场化。如 08 年下半年煤头尿素生产成本约 1700-1800 元/吨，而气头生产成本仅为 1200-1400/吨。

但是，长期内以煤为原料将成为氮肥行业发展方向。主要原因有三点：

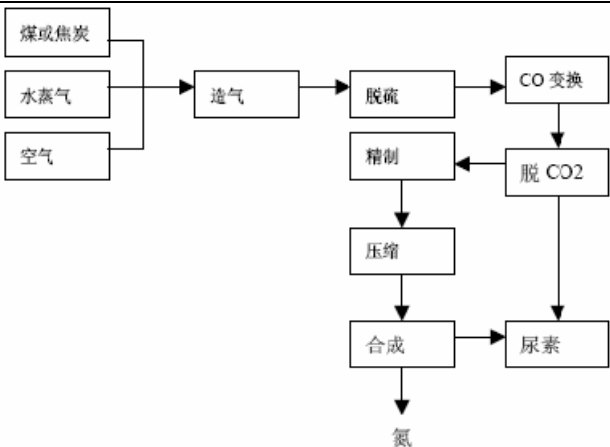
- （1）氮肥企业面临的用气量限制导致产能不能完全发挥，削弱了气头氮肥企业成长性；
- （2）计划外用气比例逐渐提高，抬高了企业生产成本；
- （3）未来天然气价格改革将进一步大幅提高企业成本。

图 13：我国氮肥生产企业所用的原材料情况



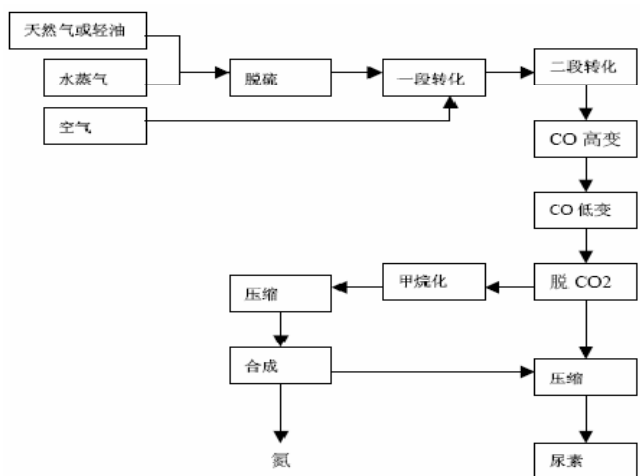
数据来源：金元证券

图 14：以煤为原料的氮肥生产工艺



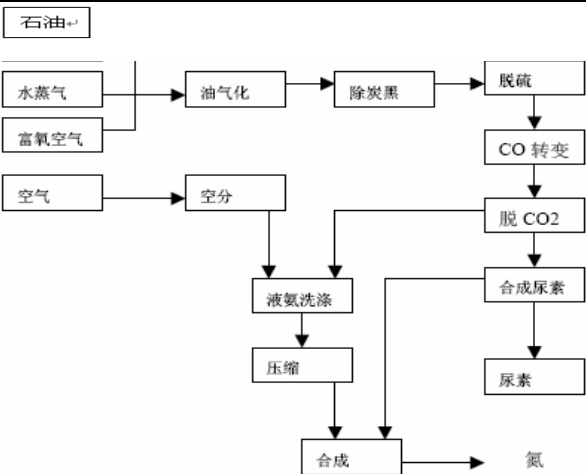
资料来源：《中国氮肥行业生产现状和发展循环经济分析》

图 15：以天然气为原料的氮肥生产工艺



资料来源：《中国氮肥行业生产现状和发展循环经济分析》

图 16：以石油为原料的氮肥生产工艺



资料来源：《中国氮肥行业生产现状和发展循环经济分析》

表 2：07 年我国煤头、气头氮肥上市公司毛利率对比

煤头企业名称	毛利率	气头企业名称	毛利率
湖北宜化	22.31	赤天化	38.27
鲁西化工	13.48	建峰化工	35.97
华鲁恒升	21.18	沧州大化	28.30
河池化工	9.12	川化股份	24.76
天润发展	15.31	四川美丰	23.06
昌九生化	10.75	辽通化工	29.73
柳化股份	23.26	泸天化	19.40
华昌化工	18.25	云天化	24.68
均值	16.71	均值	28.02

数据来源：WIND

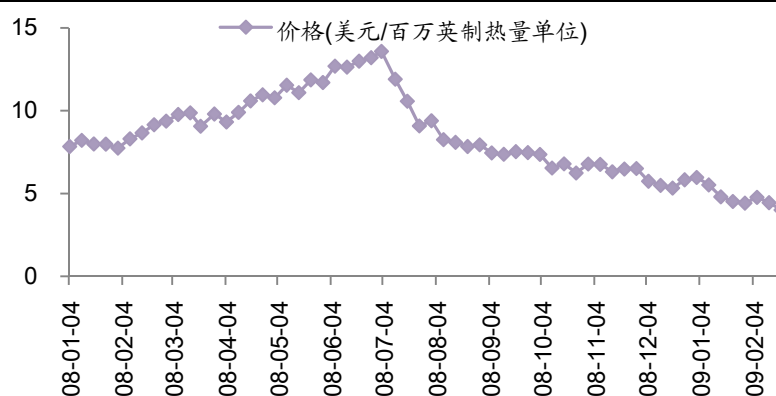
氮肥产能过剩、库存较高、近期出口难度较大

以氮肥主要品种尿素为例，2008 年底国内产能达 5900 万吨（实物量），08 年产量 5630 万吨，需求为 5200 万吨，市场过剩 700 万吨。

09 年尿素新增产能约 430 万吨，增加 7% 以上。产量的快速增长加上出口受阻，导致 2008 年底全国尿素企业产品库存达 235 万吨，比上年增加 160%。预计未来我国氮肥总体上面临供过于求。

近来国外天然气价格大幅下跌，国外氮肥企业生产成本大幅降低。目前波罗的海地区小颗粒散装离岸价在 265-275 美元/吨，折合人民币仅约 1800 元左右。国内外氮肥较小的价差对我国氮肥出口带来较大不利影响。如 08 年 10-12 月份我国尿素出口分别比上年同期下降了 95%、96.3% 和 97.6%。

图 17：美国 NYMEX 天然气期货价格变化

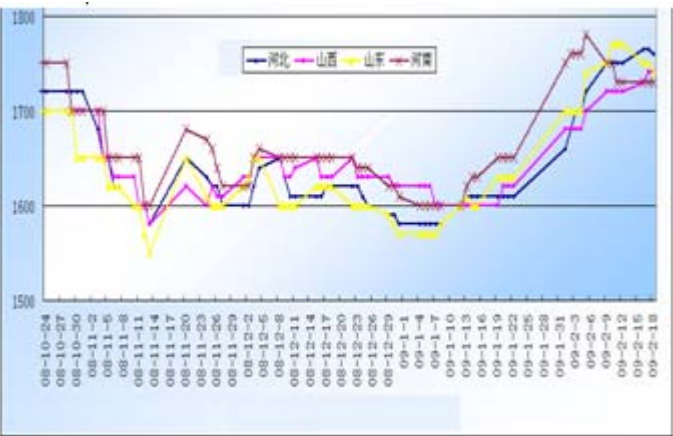


资料来源：WIND

氮肥产品价格回升显示了作为涉农产品的需求刚性特征

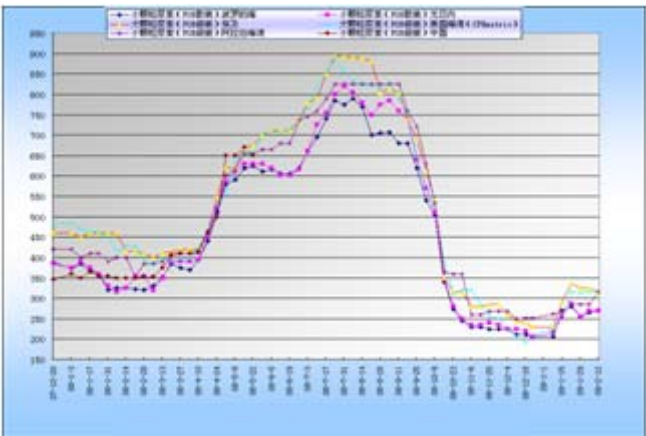
在经历 2008 年下半年价格大幅下跌之后，国内氮肥企业大幅降低开工率。在春耕用肥的拉动下，氮肥价格和企业开工率逐步回升。目前，我国重点地区尿素价格报价在 1750 元左右，比年初出现明显上涨。国外化肥价格与国内走势类似，出现了一定上涨。

图 18: 我国重点产区尿素价格走势 (元/吨)



资料来源:中华商务网

图 19: 国际主要市场尿素价格走势 (美元/吨)



资料来源:中华商务网

3.3 磷肥企业去年亏损严重，目前行业开工率明显上升

我国多磷缺硫，硫磺价格起伏导致行业去年亏损严重

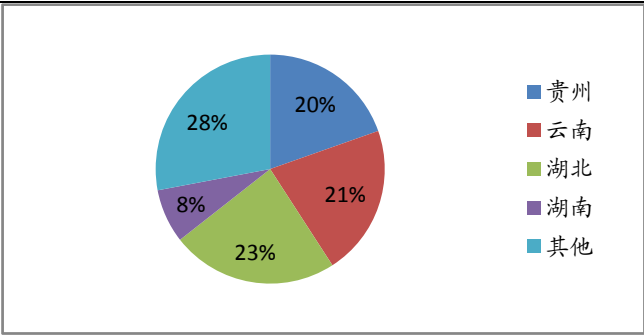
我国是磷矿资源储量较集中的国家之一，磷矿的基础储量和工业储量分别为 100 亿吨和 41 亿吨，分别占全球总储量的 21.3%和 27.3%。¹目前，我国是全球磷肥最大生产国，产量约占全球的 30%。我国磷矿资源主要集中在云南、贵州、湖北、四川，其他大部分地区所需磷矿主要由云南、贵州、四川供应。与磷矿资源高度集中相对应，云、贵、鄂、川四省磷肥产量合计占全国的 60%左右。

我国硫资源对外依存度高。总体上，我国硫资源对外依存度在 60%左右。2007 年我国硫酸总产量为 5700 万吨，其中硫磺制酸占硫酸总产量的 46%。进口硫磺占国际贸易量的 33.6%，占国内硫磺使用量的 88.9%。我国硫磺的主要进口地区为北美，以及阿联酋、沙特、伊朗等西亚地区。

我国磷肥工业的发展受到硫资源的制约，去年硫磺价格起伏导致行业亏损严重。国际硫磺价格从 07 年初的 79 美元/吨上涨至 08 年 8 月的 800 美元/吨,然后又快速下挫，导致我国磷肥行业亏损 150 亿元以上。

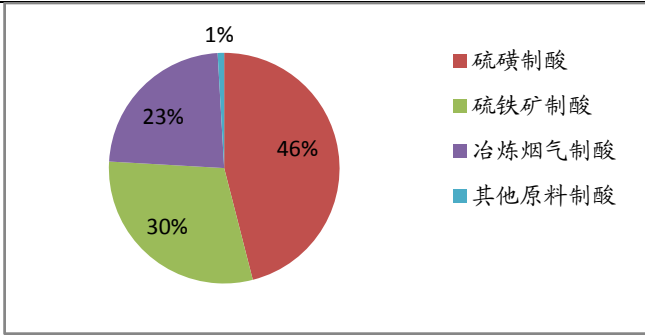
¹ 数据来源：USUG
请参阅文后免责条款

图 20: 我国磷矿资源分布



数据来源：金元证券

图 21: 我国硫酸生产原料构成



数据来源：金元证券

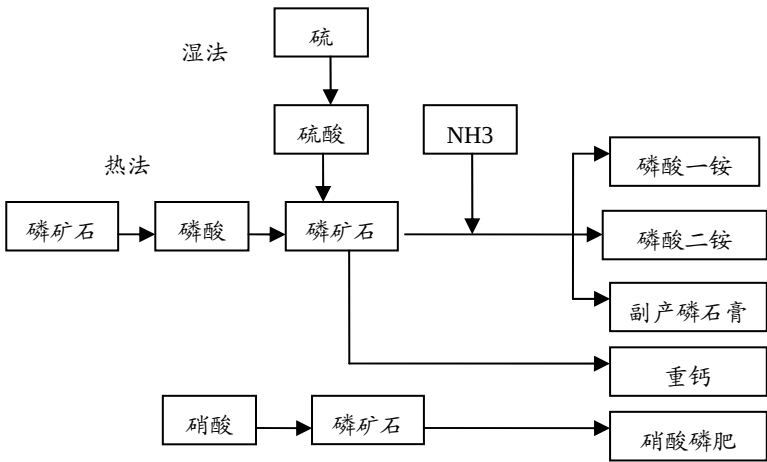
不同技术路线对应的磷肥生产成本差别较大

根据磷酸生产方法的不同，磷肥生产工艺可分为热法和酸法两大类。磷酸是生产磷酸盐的重要原料，也是磷铵生产的初级产品。磷酸生产工艺有热法（电炉法，以黄磷为主要原料）和湿法（酸分解磷矿），其中湿法是全球磷肥生产的主要生产工艺。

相比较而言，热法磷酸所消耗的热能约为湿法磷酸的 3.4 倍，电能消耗约高 13.4 倍。湿法磷酸可通过净化代替热法磷酸，质量上能适应不同要求，生产成本较低。目前，湿法磷酸已成为全球的主要工艺。

磷肥生产成本主要由磷矿石、硫和电构成，由于硫产品价格近年来变化幅度较大，磷肥生产成本也随之波动。如 07 年初至 08 年中硫在 DAP 成本中的比重就从 15% 上升至 55%。

图 22: 主要高浓度磷肥生产工艺流程图



资料来源：金元证券研究所

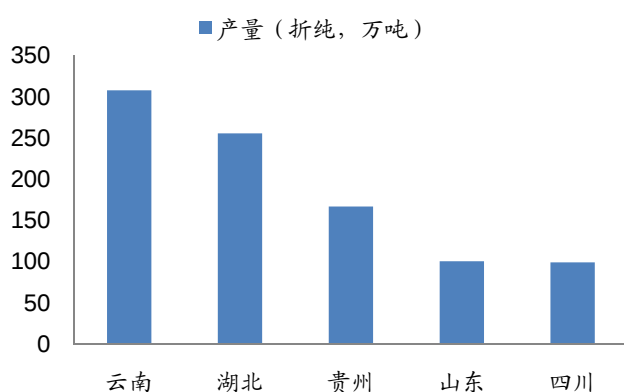
磷肥产业集中度较高，产能过剩成为常态

由于我国磷矿资源的高度集中，再加上主要产磷省份陆续设立磷肥基地，磷肥行业集中度相对较高。从地域来看，2007 年产磷四省产量（云、贵、川、鄂）占全国产量的 59.7%。从企业来看，2007 年我国磷肥产量最高的十家企业产量之和为 583 万（P2O5），占全国磷肥总量的 43%。

目前，我国磷肥生产有进一步集中的趋势。主要原因有：首先，我国主产区不断规范磷矿资源的开发，乱采滥挖现象有所好转；其次，产磷四省均支持当地重点磷肥生产企业进行整合；最后，2008 年我国磷肥企业亏损严重，对小企业形成较大的冲击。

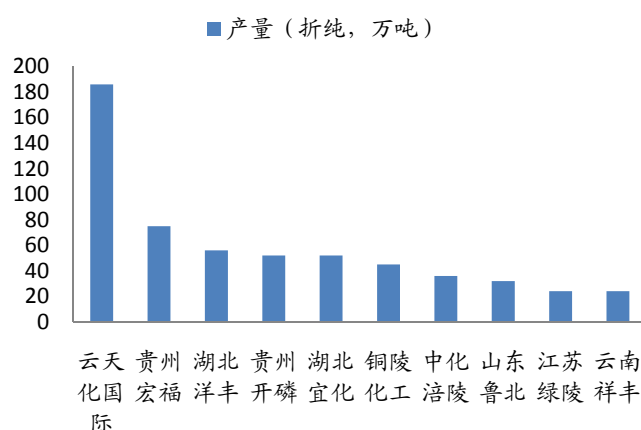
目前，我国磷肥产能过剩 250 余万吨/年，主要体现在磷铵品种上。由于我国磷肥产业集中度较高（如二铵和一铵的前 10 名企业产量分别占全国的 80.5%和 60.5%），过剩产能可能将长期存在。

图 23：2007 年我国主要磷肥产区的磷肥产量



数据来源：金元证券

图 24：2007 年我国前十大磷肥企业的磷肥产量



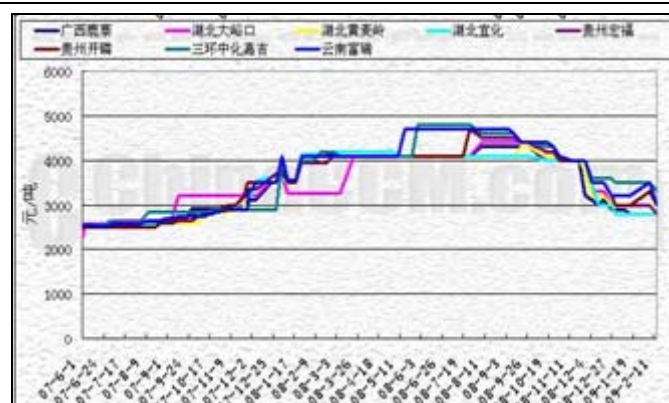
数据来源：金元证券

企业开工率逐渐提高，部分磷肥价格上涨

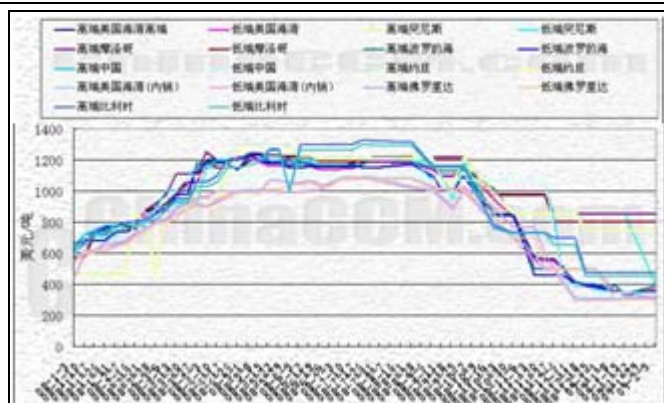
自春节过后，国内磷铵市场不断回暖。除二铵价格变化不大外，其他磷铵产品均有所上涨。如 55%粉状一铵出厂价格从 2 月份初涨了 100 元/吨左右。国际上 2 月份磷铵价格基本保持稳定，波罗的海地区磷铵价格有所上涨。

随着库存的逐步消化，磷肥企业开工率提高到 80%，目前二铵厂家基本都在供应老客户，部分一铵企业 3 月份订单计划也已差不多排满，说明磷肥行业恢复相对较快。

图 25: 07-08 年我国 64%二铵主流企业出厂价格 (元/吨) 图 26: 国际 64%二铵 FOB 价格走势 (美元/吨)



资料来源：中华商务网



资料来源：中华商务网

3.4 钾肥行业尚未调整，存在一定价格风险

产业高度集中，国内产能扩张明显

产业集中度高。我国钾肥生产主要集中在青海、新疆等少数几个原材料集中地区，其中青海省钾肥产量占全国产量的 85% 以上。氯化钾的生产集中在盐湖集团、罗布泊钾肥和中信国安等少数公司，其中盐湖集团的产量占绝大部分。由于我国自身钾肥产能较低，进口依存度在 70% 左右。我国钾肥进口和进口价格谈判主要由中化和中农进行。我国钾肥生产、进口的集中度都很高，从而对国内钾肥的定价具有重大影响。

国内钾肥探明储量出现明显提高。随着我国在新疆罗布泊等地发现了钾盐矿床,我国钾矿探明储量出现了明显的提高。目前,我国已经探明工业储备有青海5.4亿吨和新疆工业储备量2.51亿吨(共折K₂O4.99亿吨),而四川、贵州、新疆、陕西、西藏、云南、甘肃等新发现的钾盐板块预计为2.3吨。

国内钾肥产能将不断提高。钾盐行业协会资料显示,我国 2006 年开工建设的罗布泊“国投罗钾”120 万吨工程,于 2008 年 12 月建成试车投产,罗钾二期 180 万吨的钾盐工程正在启动开发前期工作,两项工程合计可增加钾盐产量 300 万吨。未来 10 年左右我国将增加 808 万吨钾盐的有效供给。

由于我国每年钾肥需求量在 1100 万吨左右，未来我国钾肥进口依赖程度尽管有所下降，但仍保持在较高的水平。

生产技术进步较快，但生产成本居高不下

国外钾矿储量主要是古代固体层状矿床，生产工艺简单、成本低廉。而我国的钾盐资源储量以液体卤水矿床为主，矿石品位低、质量差、可选性差、共生组分多，生产成本较高。

目前我国利用现代盐湖含钾卤水生产氯化钾的主要工艺有反浮选-冷结晶和兑卤脱钠控速分解结晶法（4#工艺）。

反浮选-冷结晶法是盐湖钾盐产业的主要工艺。优点在于质量好（可达95%左右），产品粒度粗、外观效果好；主要的缺点在于流程较为复杂，结晶系统操作较难，回收率不是很高。兑卤脱钠控速分解结晶法是我国自主发明，用于察尔汗盐湖。优点在于（1）提高了氯化钾的系统收率、成本低；（2）产品氯化钾品位高、粒度大、颜色白，可制成93-98%的任意品种；（3）工艺简单，可实现自动化，适应性强。缺点在于系统回收率仍然较低。

钾肥价格下行难度较大，但存在下行风险

钾肥价格下行的难度较大，主要原因有：（1）全球钾肥产销高度集中在Canpotex和BPC，为两大集团控制价格提供了基础。（2）各大钾肥公司采取了限产报价措施。如白俄罗斯钾肥公司（BPC）2009年将减产30-50%，加拿大钾肥公司宣布减产200万吨，歇尔维尼特将减产45万吨，德国钾肥公司（K+S）则将减产40万吨。（3）我国钾肥产销和进口由少数企业进行，在国内存在大量高价进口的钾肥库存的情况下，不存在大幅降价的意愿。（4）相对于国际市场而言，我国钾肥价格相对较低。目前国内氯化钾价格在4600元/吨，而温哥华和前苏联地区氯化钾FOB散装价格在900美元/吨附近，折合人民币6150元/吨，比国内价格高出30%以上。

钾肥价格存在下行风险。供给方面，我国去年结转钾肥量达到680万吨，再加上今年国内预计产量400万吨，今年国内资源总量为1080万吨。而今年国内钾肥预计消费量为660万吨。所以，国内钾肥短期供给充足，钾肥上涨的动力相对较弱。

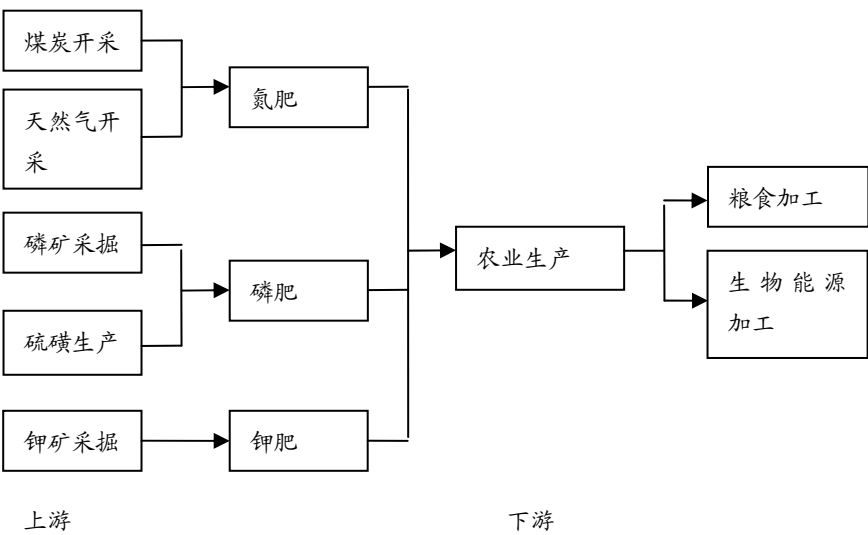
过高的钾肥价格明显降低了世界钾肥施用量，如我国去年钾肥施用量降低了25-30%。此外，在经济危机的环境下，钾肥价格存在向下调整的压力。

4、产业链上下游影响因素

化肥的上游主要是煤炭、天然气、磷矿、硫磺和钾矿等，上游原料的价

格对化肥生产成本具有直接的影响。在化肥价格改革后，行业竞争将更多地体现着价格和市场上。行业下游主要是农业生产，其中农业种植面积、单位面积施肥量对化肥需求量有直接的影响，而生物能源的发展以及食品消费升级是化肥产业发展的重要下游推动力量。

图 27：化肥行业上下游情况



资料来源：金元证券研究所

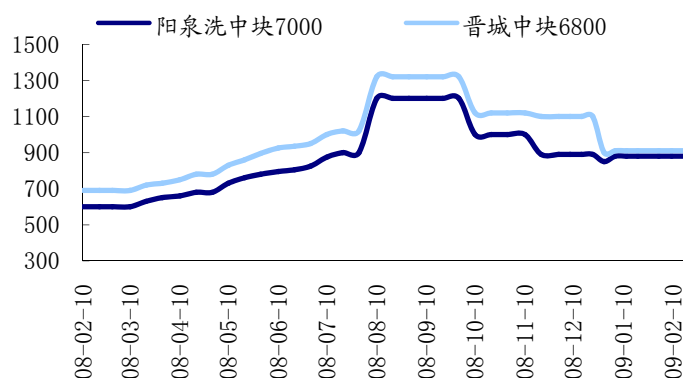
4.1 原材料价格整体下降，化肥生产成本降低

煤炭价格呈下跌走势，天然气价格和电价短期不会明显上涨

在 2008 年下半年原油价格大幅下跌、钢铁产能大量闲置的带动下，煤炭价格不断下跌。目前阳泉和晋城无烟煤价格相对稳定，分别为 880 元/吨和 910 元/吨，较去年最高价分别下降了 26.7%和 31.1%。在世界经济形势较为严峻、国际能源需求减弱的背景下，煤炭价格走势将偏弱。煤炭价格的下跌有利于化肥企业降低经营成本。

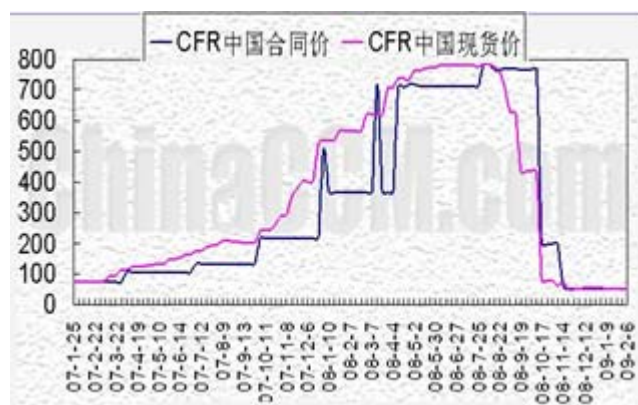
根据国家政策，在化肥价格改革之后，化肥企业用气、用电优惠政策继续保留。尽管化肥企业计划外用气、用电比例上升，整体上价格有所上涨，但幅度相对有限。

图 28: 无烟煤坑口不含税价格 (元/吨)



资料来源: 金元证券研究所

图 29: 07-08 年中国硫磺进口到岸价格 (美元/吨)



资料来源: 中华商务网

磷矿供给充足, 进口硫磺价格剧烈下跌

我国磷矿资源丰富, 并且是世界上最大的磷矿生产国。磷矿资源的优势为行业发展提供了良好的基础。

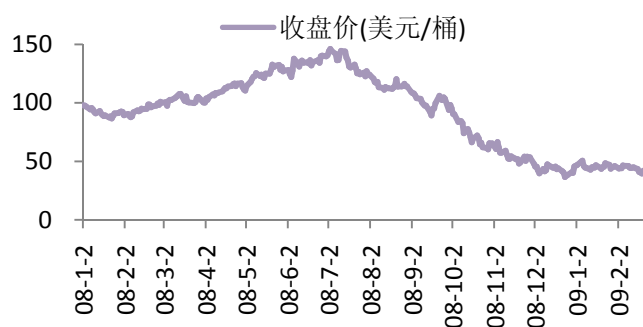
硫酸的主要下游是磷肥和有色金属行业。目前, 国际市场对有色金属的需求急剧下滑, 将减少对硫磺的需求。此外, IFA 预测 08/09 年度世界对磷肥的需求有所下降, 也将抑制对硫磺的需求。目前国际硫磺进入了买方市场, 未来价格将保持在相对较低的水平。国际硫磺在 800 美元的高位快速下跌后, 目前价格稳定在 40-50 美元。

4.2 国际运输费用下降, 国内铁路运输优惠继续保持

世界经济下行导致对原油等大宗商品的需求减弱, 国际海运价格大幅下挫。BDI 指数从 08 年 5 月底的 11793 的高位, 急剧下挫至 08 年 12 月份的 663 点, 跌幅高达 94%。目前 BDI 指数上升至 2057 点, 仍处于低位。未来世界经济形势仍不乐观, 预计国际海运价格将在较长的时期内保持在低位。有利于降低我国硫、钾等资源的进口运输费用, 也有利于降低氮肥、磷肥的出口运输费用。

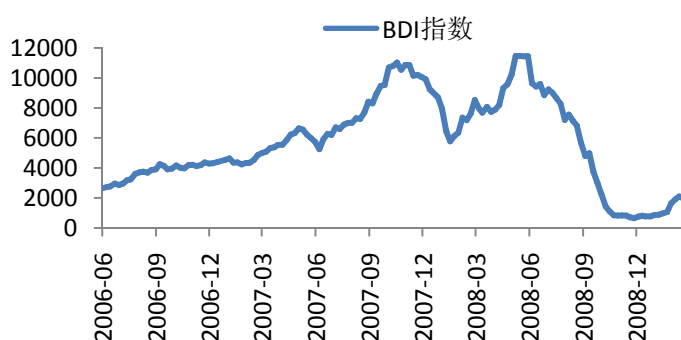
我国化肥铁路运输不仅有优惠运价, 还免征铁路建设基金。预计同天然气优惠政策一样, 运输优惠近期不会取消。

图 30: 布伦特原油期货价格



数据来源: WIND

图 31: 波罗的海综合运费指数 (BDI)



数据来源: WIND

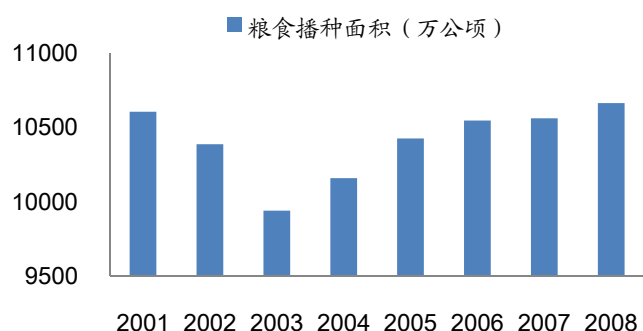
4.3 粮食播种面积和粮食产量提高, 有利于提高化肥施用量

在国家一系列支农惠农政策的扶持下, 我国粮食播种面积从 2003 年开始一直有所增长。预计我国粮食播种面积将在稳定的基础上略有增长, 粮食播种面积的增加提高了化肥需求。

近年来, 我国粮食播种面积和粮食产量持续增长, 带动了化肥需求。2008 年, 我国粮食播种面积约 1.07 亿公顷, 比上年增长约 1%, 连续六年增长。而粮食总产量达 52850 万吨, 比上年增长 5.4%, 连续五年增长。08 年油料、糖料预计分别增长 12% 和 6% 以上。为保障粮食安全, 国家继续采取促进粮食增产的措施, 粮食的增产将整体上提高对化肥的需求。而油料、糖类等经济作物产量的上升将有利于化肥的使用量。

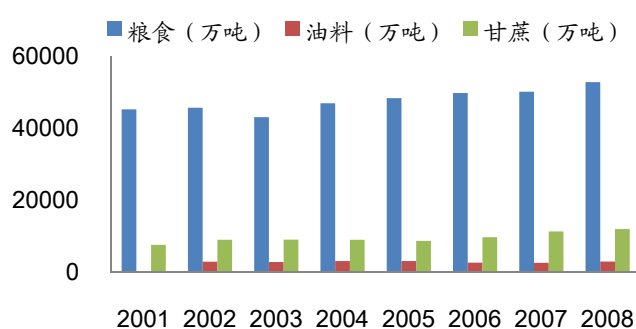
此外, 我国 08 年底出现农民工“返乡潮”, 大约两千万农民工返乡。预计其中部分将留在农村务农。务农人口的增加将提高对化肥等农资产品的需求。

图 32: 近年来我国粮食作物播种面积



资料来源: WIND 金元证券研究所 (08 年为估计值)

图 33: 我国粮食及主要农作物产量情况



资料来源: WIND 金元证券研究所

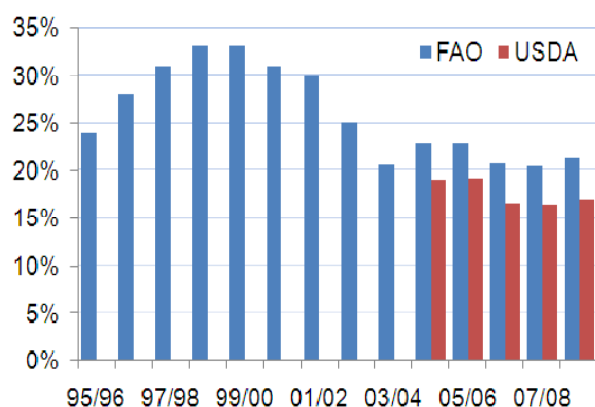
4.4. 农产品供求处于紧平衡，价格将维持在合理水平

从全球来看，08 年世界粮食产量有所提高，但世界粮食库存消费比仍然处于较低的水平，全球粮食供求处于紧平衡。08 年粮食价格下降导致全球粮食种植面积减少，以及亚洲小麦产量受干旱影响而减少，预计 09 年世界粮食产量将有所下降。粮食产量下降和较低的库存水平对粮食价格起到进一步的支撑。

我国粮食连年丰收，粮食库存相对充裕。但由于我国人口基数大、每年人口增长数量较多，未来我国粮食供求仍将处于紧平衡。

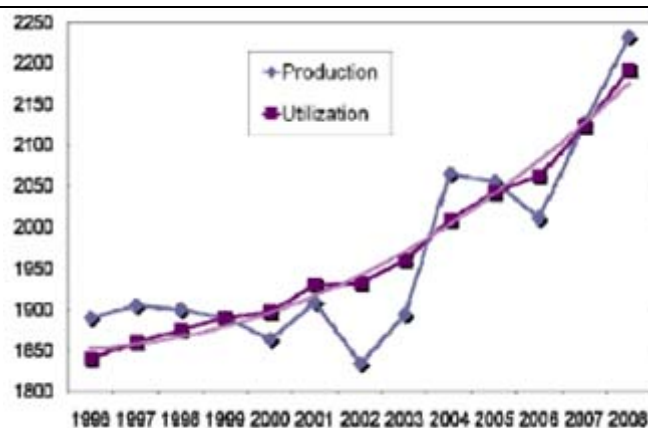
国家继续扶持农业的政策有助于国内粮价保持在合理水平。为避免国外大宗农产品价格下跌和粮食产量增加对我国农产品价格造成负面影响，国家将采取提高粮食最低收购价，提高储备，支持出口等多种措施来避免农产品价格下行。预计未来我国粮食价格水平仍将维持在合理水平，将有利于稳定农民施肥的积极性。

图 34：世界谷物库存消费比（%）



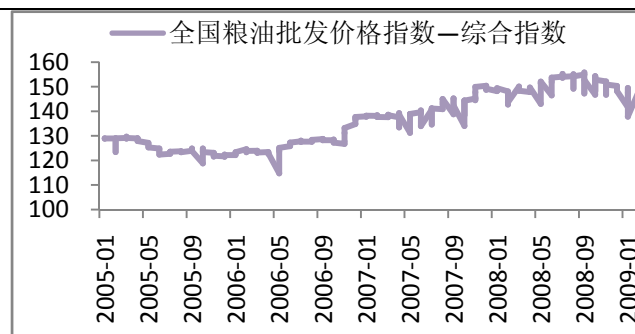
数据来源：IFA

图 35：世界谷物产销情况（单位：百万吨）



数据来源：IFA

图 36：全国粮油批发价格综合指数走势



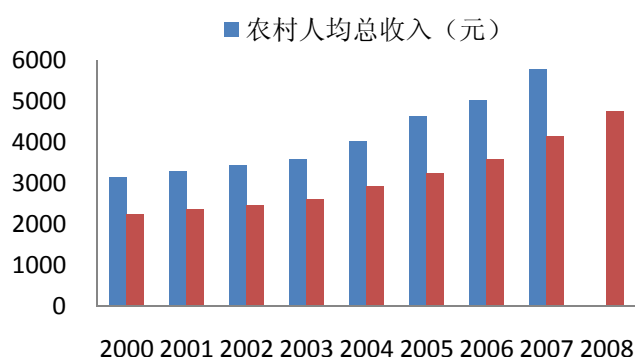
数据来源：WIND

4.5 农民收入连年增长，支付能力增强

农产品价格的变动直接影响农民的收入水平，也直接影响农民的施肥积极性。农民收入水平又决定了其购买农资产品的能力。

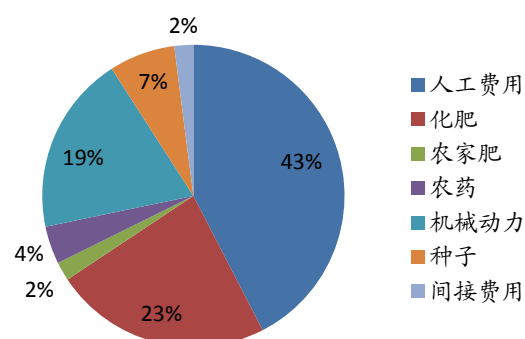
近年来，在国家支农惠农政策和世界粮食价格上涨影响下，我国农民收入水平逐年提高。从增长幅度看，连续六年农民人均纯收入增长 6%，去年增速超过 8%（扣除通货膨胀影响）。农民收入水平上升提高了农民支付能力，有助于稳定化肥施用量。

图 37：近年来我国农民收入情况



数据来源：WIND

图 38：我国三大粮食作物（水稻、小麦、玉米）生产成本构成



数据来源：金元证券

5、行业驱动因素分析

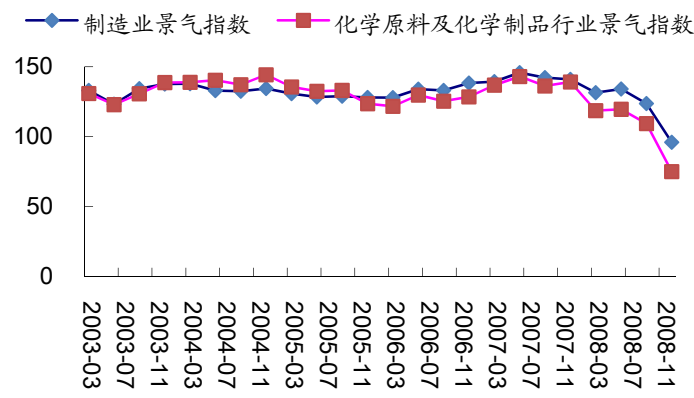
5.1 政策扶持将带动化肥行业率先走出景气低谷

化肥行业景气下行，但回稳迹象明显

在次债危机、出口恶化等多种因素的影响下，我国制造业景气指数和化学原料及化学制品行业景气指数快速下跌。08 年底，我国化学原料及化学制品行业景气指数降至 75 的历史最低水平。

作为化学原料及化学制品行业的子行业，化肥行业已有多种迹象显示走出景气下行阶段。首先，从产品价格来看，不仅尿素价格从年初开始出现明显上涨，磷铵和钾肥价格在春节后也表现稳定或小幅上升。其次，从需求来看，随着我国春耕施肥的进行，需求回暖迹象明显。最后，从企业开工情况来看，2008 年 12 月，尿素行业开工率约为 92%，比上月提高 7.7 个百分点；磷肥行业开工率约为 61.7%，比上月提高 13.9 个百分点。随着化肥价格的回暖，近两个月企业开工率继续提高。

图 39：我国化学原料及化学制品行业景气指数



数据来源：WIND

出口关税下降提供了缓解过剩产能、提高企业盈利水平的可能性

由于国家长期将化肥视为支农物资，一直对化肥出口实行严格管理。我国化肥出口关税走过了由出口退增值税，到取消出口退税，再到加征出口关税，到加征特别出口关税的历程。08 年最高时对氮肥和氨征收 150% 的特别关税，对其他化肥征收 100% 的特别关税，严重抑制了我国化肥的出口。在化肥价格大幅下挫，国内库存上升后，我国对化肥出口关税进行了下调。尽管目前国内外化肥价格相差不大，化肥进口暂定配额税率过低导致目前我国化肥出口难度较大。但是，化肥关税的降低仍为出口提供了必要条件，成为行业发展的利好因素。

表 3：2009 年我国化肥出口关税

品种	税率
尿素	旺季 110%；淡季价格不高于基准价格时按 10%征收；当出口价格高于基准价格时按（1.1-基准价格/出口价格）*100 征收，基准价格为 2300 元/吨（旺季为 2-6 月、9 月 1 日-11 月 15 日，余为淡季）。
重过磷酸钙、一铵和二铵	旺季按 110%征收；淡季价格不高于基准价格时按 10%征收，高于基准价格时按公式（1.1-基准价格/出口价格）*100 征收；重钙基准价格为 3100 元/吨、一铵基准价为 3700 元/吨、二铵基准价格为 4000 元/吨（重钙旺季为 2-5 月，余为淡季；磷铵旺季为 2-5 月、8-10 月，余为淡季）。
肥料用硝酸钾、其他氯化钾、硫酸钾	105%。

资料来源：海关总署

化肥价格形成机制改革为行业长期良性发展打下了制度基础

长期以来，我国化肥价格改革步伐相对缓慢。我国化肥价格管理体制经历了计划定价、计划价和市场价的“双轨制”、政府指导下的市场定价、市场主导的价格形成机制四个阶段。

《关于改革化肥价格形成机制的通知》(发改价格[2009]268号)的发布，意味着我国基本建立了以市场为主导的化肥价格形成机制。该政策将国产化肥出厂价格、除钾肥外的进口化肥港口交货价格改为市场调节价，改变了以往化肥零售价格高企时利润基本由批发商和零售商获取的局面。尽管在目前化肥价格较低，政策效果不明显，但该政策为未来的行业盈利水平的提高提供了可能，有益于行业的长期发展。

化肥价格改革将促进化肥企业之间的竞争。长期以来，由于化肥价格受国家严格管理，行业竞争主要体现在降低成本、提高技术上，企业之间市场和价格竞争相对较弱。预计化肥价格改革后，企业可以按品质、品牌、服务等因素对产品进行定价，优质优价的原则得到体现。未来行业市场竞争将逐步加剧，目前化肥产业的区域性特征逐步弱化，大型企业凭借成本、技术、品牌等方面的优势获取更多的市场份额。

表 4：国内化肥价格管理体制沿革

阶段	时间	定价机制
计划定价	1952-1982	作为一类物资，生产、销售各环节的价格由国家统一制定。
计划价和市场价的“双轨制”	1985-1988	计划内价格由国家统一制定，计划外价格实行市场调节。
	1988-1992	将计划内外不同的出厂价格将加权平均后，加上商业流通过费用，制定综合平均销售价格。
	1992-1998	逐步放开经营和放松管制，中央和省级价格主管部门共同参与管理。
政府指导下的市场定价	1999-2008	化肥出厂价由政府定价改为政府指导价；放开零售价；中央进口化肥调拨价格由发改委根据实际进货成本价合理经营费用，按照保本微利的原则制定。
市场主导的价格形成机制	2009-	将国产化肥出厂价格、除钾肥外地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。

资料来源：金元证券整理

2009 年 2 月 6 日，国家发改委发布了《关于完善钾肥价格管理政策的通知》，将一般贸易进口钾肥港口交货基准价格改为企业根据国家规定的作价办法制定。进口企业可以港口交货基准价格为基础，在上浮幅度 3%、下浮不限的范围内制定具体港口交货价格。国产钾肥出厂价格及边贸进口钾肥销售价格继续实行市场调节价。该政策改变了发改委以前对钾肥生产商、进口商和流通领域全面监管的办法，将重点转向进口商和流通流域的管理。该政策同《关于改革化肥价格形成机制的通知》一样，有利于生产企业从钾肥价格上涨时获取更多的利润，有利于行业的长期发展。

化工产业调整振兴规划出台为化肥行业的长远发展指明了方向

2 月 19 日，国务院召开常务会议，原则通过了石化产业调整振兴规划。规划针对化肥行业提出要提高农资保障能力。调整化肥生产结构，优化资源配置，降低成本，增加供给。完善化肥淡储制度。落实粮食增产措施。控制总量、淘汰落后产能，遏制煤化工盲目发展势头。

产业调整振兴规划提出要提高农资保障能力，说明国家对化肥行业的发展高度重视。而调整化肥生产结构，有利于改善化肥产业产能过剩的局面，缓解化肥行业面临的困难。优化资源配置，意味着化肥生产将逐步向资源地和市场转移，氮肥生产将更多地以煤炭为原材料。降低成本意味着近期化肥行业优惠政策不会取消。遏制煤化工盲目发展势头有利于提高煤炭供给，有助于化肥企业降低生产成本。

预计随着规划细则的出台，化肥行业相关政策将更加具体，对行业发展起到积极的推动作用。

化肥行业优惠政策近期内将继续

目前，我国化肥行业的主要优惠政策有：天然气、电、运输价格优惠和税收优惠。预计近期内，化肥行业优惠政策不会取消。

主要原因在于：首先，目前化肥行业在价格大跌、库存高企的情况下，本身经营相对困难，取消优惠政策使得该行业雪上加霜；其次，最近出台的化工产业调整振兴规划也提出降低化肥行业生产成本，取消优惠政策不符合国家振兴规划的政策导向；最后，发改委在 09 年 1 月《关于改革化肥价格形成机制的通知》中明确提出暂时保留对化肥生产用电、用气和铁路运输实行的价格优惠政策以及对化肥生产、流通实行的税收优惠政策，要求各部门落实好各项优惠政策，说明政府目前并没有在近

期取消政策优惠的意图。

但是，国家将最终取消化肥行业优惠政策。首先，目前氮肥价格已经市场化，国家将采取农资综合补贴的方式保障农民种粮收益不受农资价格上涨而下降，说明国家无意继续通过补贴化肥行业来保护农民利益，逐步取消优惠政策成为必然。其次，天然气、化肥、电力、煤炭等产品的价格改革是发改委能源局 09 年的工作重点。取消政策优惠，逐步实现价格市场化已成为大势所趋。

天然气价格优惠取消将对气头氮肥企业产生较大负面影响。美国天然气价格是同等热值汽油价格的 80%-90%，而中国只有 30%。如彻底理顺天然气价格，气头氮肥用气成本将明显上升，进而缩小气头企业与其他企业的生产成本差异。而取消运输、用电优惠抬高所有企业的成本，其中又以对小型企业、离资源和市场较远的企业的影响更大；取消税收优惠对所有企业都产生影响。

总体来看，取消优惠政策对中小企业和气头氮肥企业的负面作用更大，将有助于化肥行业结构调整和原料来源调整，部分缓解产能过剩压力。

中央 1 号文件的支农惠农政策将稳定粮食生产和化肥施用水平

2008 年 12 月 31 日，中共中央、国务院出台了《关于二 00 九年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》，提出根据农资价格上涨幅度和农作物实际播种面积，及时增加补贴。该政策降低了农民由于化肥价格上涨、种粮收益下降的可能性，将极大地提高农民种粮积极性和施肥积极性。

国家支持优势农产品出口，保持农产品价格处在合理水平，稳定了农民对种粮收益的预期。而《关于提高 2009 年稻谷最低收购价格的通知》(发改电[2009]19 号)中将每 50 公斤早籼稻(三等，下同)、中晚籼稻、粳稻最低收购价格分别提高到 90 元、92 元、95 元，比 2008 年均提高 13 元，更是将国家扶持农业发展的政策落到了实处。

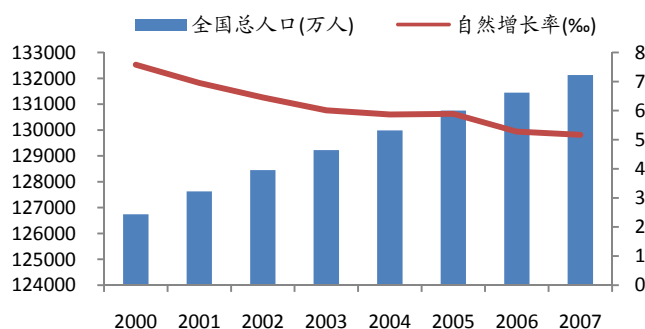
5.2 人口增长和食品消费升级是化肥需求增长的长期推动力量

截至 2007 年底，我国人口总数达到 13.2 亿人，庞大的人口基数对粮食存在刚性需求。此外尽管我国人口自然增长率近年来不断降低，但仍在 5‰ 以上。专家预测，2020 年中国人口将在 14.5-14.6 亿，比目前增加 1.3-1.4 亿人。按照 2007 年我国粮食人均产量为 380 千克，到 2020 年，需要增加粮食产量 0.494-0.532 亿吨，比 08 年粮食产量增加约 10%。人口的增长导致粮食需求的刚性增长。作为粮食增产的最重要因素，化肥

需求将受到人口增长的刚性支撑。

随着我国居民收入水平的不断提高，食品消费正处于升级的过程中。食品消费升级将提高粮食需求，进而带动化肥施用量的提高。

图 40：近年来我国人口增长趋势



数据来源：WIND

5.3 长期内，生物能源的发展是化肥行业发展的巨大推动力量

近年来，世界原油价格大幅上升，带动生物能源快速发展。而生物能源的发展导致粮食价格快速上涨。与粮食价格上涨相对应，全球化肥需求快速上升。

能源价格的变化从需求和供给两个方面对化肥行业的运行产生重大影响。(1) 能源供给紧张导致对生物能源的需求上升，生物能源消耗大量粮食，粮食价格上涨带动化肥需求上升。基础能源和粮食的价格通过生物能源这个途径连接起来，最终基础能源、生物能源和粮食价格之间将形成合理的比价关系。(2) 基础能源用于生产化肥，化肥用于生产粮食，粮食生产生物能源。基础能源价格的上涨将提高化肥生产成本，进而抬高粮食生产成本和生物能源成本，对基础能源的供求产生反向影响。相对而言，农业对化肥行业的发展起着最为基础的作用，而能源（生物能源）的发展对化肥产业的未来发展起重要的推动作用。

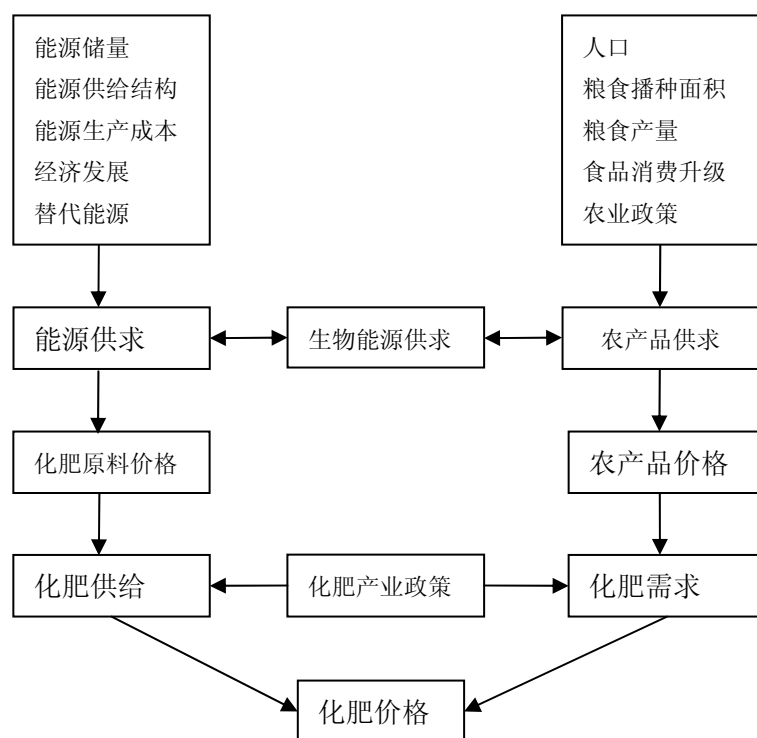
长期来看，由于能源需求的旺盛以及能源的稀缺性，基础能源价格将重新上涨。当前，基础能源价格的大幅下跌导致生物能源发展受挫，农产品价格和化肥价格大幅下跌，从另一个方面证明了能源和生物能源对化肥行业的巨大影响。

图 41: 布伦特原油期货、CBOT 玉米期货、CBOT 大豆期货价格走势



数据来源: WIND

资料来源: 金元证券研究所



综上，驱动化肥产业景气上行的短期因素有：当期煤炭、硫磺价格大幅下跌，大大降低了煤头氮肥企业、磷肥企业的生产成本；国际运输费用的下降有利于化肥企业降低运输成本；人口数量增长、粮食播种面积和粮食产量的增长、食品消费升级为化肥需求提供了较强的支撑；国家实行的支农惠农政策有利于稳定农民的种粮收益预期，提高农民的施肥积极性。此外，在长期内驱动产业不断发展的因素还有化工产业调整振兴规划将出台更多扶持产业发展的措施；化肥出口税率的降低有利于促进化肥的出口；化肥价格改革打开了行业盈利增长的空间；生物能源发展带动化肥需求。预计在多种因素的作用下，我国化肥产业将率先走出低谷，进入景气上升周期。

6、行业未来趋势预测

6.1 市场和价格竞争逐渐加剧，行业区域特征逐渐淡化

总的来看，我国化肥价格改革将极大地改变化肥产业格局，行业市场竞争日益激烈，行业区域特征趋于淡化。优势企业的市场地位将进一步突出，市场份额逐步扩大。

6.2 氮肥生产重新转向煤头，生产向资源地转移

对于氮肥企业。根据我国资源禀赋特征，在较长时期内，我国氮肥生产仍将以煤炭为主。在用气价格优惠取消之前，气头氮肥企业盈利水平将继续高于煤头企业。长期内，由于天然气供应紧张以及涨价、价格改革预期，气头氮肥企业和其他氮肥企业之间的成本差异逐步缩小，预计将有更多的氮肥企业转向以煤为原材料。

由于化肥受到运输成本和运输能力的限制，远离资源的企业将面临更高的运输成本。预计将有更多的企业向资源所在地集中，积极实行上下游一体化和多联产策略，以降低成本和提高企业经营稳定性。

6.3 磷肥企业产业集中度和上下游一体化程度将进一步提高，硫磺对外依赖难以改变

对于磷肥企业。和世界发展趋势类似，磷铵等高浓度磷肥的比重将进一步上升。随着我国磷矿品位的逐步下降、政府对磷矿资源稀缺性的重视程度提高，可能用磷肥出口替代磷矿石出口。目前我国磷肥产业集中度相对较高，预计未来将进一步提高。该行业存在一定的产能过剩，而产能过剩局面短期内不会改变。未来一段时间内，国际硫磺价格将保持在低位，有利于我国磷肥企业降低生产成本。长期来看，由于我国具有丰富的磷矿资源，未来磷肥产业的发展具有较强的后劲，但在较大程度上受到国际硫磺价格变动的影响。

未来磷肥行业将走向一体化，即磷矿开采和磷肥生产一体化。而磷肥生产和精细磷化工产品联产，充分利用磷矿资源也将成为行业发展趋势。

6.4 钾肥企业未来产能扩张，但产业基本格局变化不大

对于钾肥企业。未来国内钾肥产能将不断提高，对外依存度下降，行业集中度继续保持在较高的水平。由于国际上钾肥产销的垄断格局，我国钾肥进口体制、钾肥生产也处于寡头垄断状态，进口需求过大将导致国内钾肥价格短期内难以与国际市场脱轨。

7、行业投资策略及重点公司简介

对于氮肥子行业。目前我国氮肥子行业产能过剩对行业运行带来一定的不利影响。但在刚性需求的拉动以及国家政策的扶持下，行业发展前景仍然较好。未来大量小企业生产的低浓度氮肥将逐步退出市场，而高浓度化肥——尿素的市场份额将越来越高。在价格改革之后，氮肥的区域性特征将逐渐淡化，市场竞争和价格竞争有所增强。由于天然气资源的限制、价格的上涨预期，预计未来单纯的气头氮肥企业将面临产能提升

困难、利润率下滑的局面。为此，我们看好具有技术优势、良好市场布局、上下游一体化煤头企业的长期发展前景。建议关注具备技术优势的煤头企业湖北宜化和华鲁恒升，以及具有良好区域布局的气头企业四川美丰。

对于磷肥子行业。08 年硫磺价格大幅波动导致行业性亏损，预计未来将出现大量小企业逐渐退出市场。未来具有磷矿资源、具备行业整合能力、积极发展精细磷化工的企业将有更好的发展前景。

对于钾肥子行业。该行业具有产业集中度高、对外依存度高的特点。国际市场的垄断加上我国进口渠道的垄断，导致国内外钾肥价格关联度极高。为此，需高度关注国际钾肥市场动态。钾肥作为唯一没有经历价格调整的化肥产品，尽管存在各种支撑价格的因素，但仍应关注价格下行风险。

整体来看，化肥行业将逐步向一体化、大型化方向发展，建议关注具备原材料来源优势、产能规模较大的优势龙头企业和具有并购题材的个股。

1. 湖北宜化

湖北宜化是全国最大的尿素生产企业之一和亚洲最大的季戊四醇生产经营企业。公司化肥产品涵盖尿素、磷肥和复合肥产品。公司及控股子公司尿素产能达到 250 万吨，季戊四醇产能达 10 万吨。公司市场布局和产品结构良好，上下游产业链逐步打通，具备良好的竞争地位。

08 年 1-3 季度公司实现营业总收入 55.81 亿元，同比增长 57.96%；利润总额 6.98 亿元，同比增长 66.30%。

2. 华鲁恒升

华鲁恒升拥有 70 万吨合成氨、100 万吨尿素、100 万吨氨醇、23 万吨 DMF 的产能，是国内大型化肥生产企业之一和全球最大的 DMF 供应商。公司具有先进的水煤浆粉煤气化技术，生产成本明显低于同类企业。公司大力发展碳一化工，具备良好的一体化优势。

08 年 1-3 季度公司实现营业总收入 25.97 亿元，同比增长 34.11%；利润总额 4.21 亿元，同比增长 21.82%。

3. 四川美丰（000731）——成长性强、布局良好

四川美丰是四川省第二大化肥企业，第一大股东为中石化旗下的成都华川石油天然气勘探开发总公司。大股东可为公司提供较为稳定的天然气供应。目前公司具有合成氨 64 万吨、尿素 100 万吨、三聚氰胺 6000 吨

/塑料包装袋 6000 吨/PVC 及 PPR 塑胶制品 3000 吨的产能，另外控股子公司贵州美丰具有 30 万吨尿素产能，参股的甘肃刘化具有 40 万吨尿素产能。

08 年，公司实现营业收入 34.36 亿元，同比增长 67.34%；利润总额为 2.06 亿元，同比减少 47.26%。利润减少的主要原因在于雪灾和地震的破坏，以及子公司贵州美丰亏损。

公司生产和市场布局良好。在贵州省控股了贵州美丰，在甘肃控股了兰州远东，目前正寻求控股甘肃刘化。陆续在四川、广西、贵州等地成立了专门的销售公司。在产品方面，公司积极向煤化工和复合肥方向拓展，寻求原料来源多样化和上下游一体化。预计随着贵州美丰、兰州远东产能的逐步释放，对甘肃刘化控股的实现，甘肃成长性将进一步凸显。

8、行业风险因素

(1) 我国氮磷肥产能过剩、库存较高；钾肥价格过高导致需求下降。

(2) 我国主要粮食作物如小麦、玉米和水稻的单位面积化肥（主要是氮肥）用量比较高，提高施肥量的增产效果不显著。国内测土配方施肥技术的推广可能对化肥施用量带来不利影响。

(3) 近期化肥出口难度较大。长期内化肥用气、铁路运输、税收等优惠政策取消。

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%—10%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.