

中性 维持

农药与化肥

2009 年 6 月 23 日

化肥出口关税政策再次调整

石化与基础化工行业分析师：邓勇
dengyong@htsec.com
021-23219404

事件：

经国务院关税税则委员会第四次全体会议审议通过，并经国务院批准，自 2009 年 7 月 1 日起，对部分产品的出口关税（包括暂定关税和特别关税）进行调整。此次关税政策调整的主要内容有以下几点：

（1）尿素、磷酸二铵分淡旺季征收关税的政策不变，但淡旺季的划分有所变化。其中尿素淡季延长了一个月，磷酸二铵的淡季延长了一个半月。

（2）取消氯化铵产品的特别关税，实行 10% 的暂定关税。

（3）取消硝酸钾的特别关税，实行 10% 的暂定关税；但硫酸钾和氯化钾的关税及特别关税政策并没有改变。

（4）取消磷矿石、黄磷和磷酸的特别关税政策，但仍执行 10-35% 的出口关税政策。

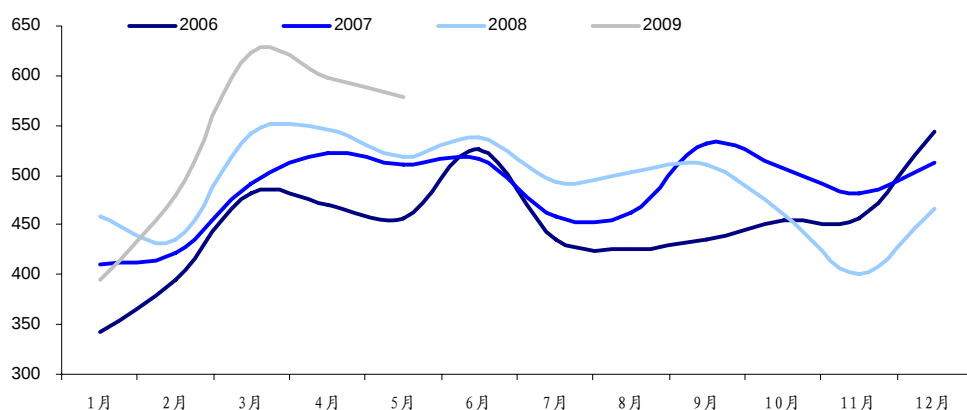
点评：

1. 化肥行业现状：出口下降，价格回落

此次化肥出口关税政策调整是继去年底关税政策调整后，在不到一年的时间里再次进行调整，许多化肥产品的出口关税下降，这也反映了目前国内化肥行业的经营情况不佳。

我国化肥产量稳步增长。今年前五个月我国化肥总产量达到 2673.43 万吨，同比上涨了 6.96%。在各种化肥产品中，钾肥产量涨幅最大，达到 23.71%；氮肥和磷肥的产量同比增幅也分别达到 7.75% 和 1.57%。

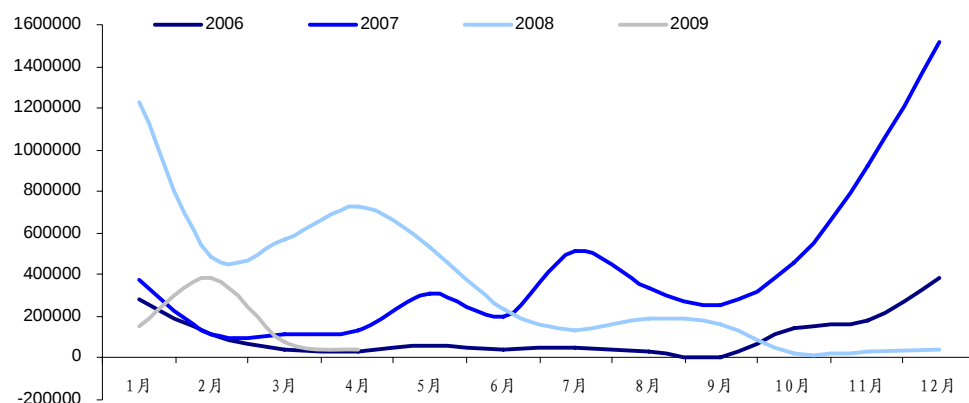
图 1 我国化肥月度产量（万吨）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

我国肥料出口同比下降。受金融危机影响，全球化肥需求下降，进而影响到我国化肥产品的出口。加之我国对化肥产品征收特别关税，使我国化肥产品的出口逐年下降。以尿素为例，今年前四个月，我国尿素出口量为 65.44 万吨，明显低于 2007 和 2008 年同期出口水平。

图 2 2006 年以来我国尿素月度出口情况 (吨)



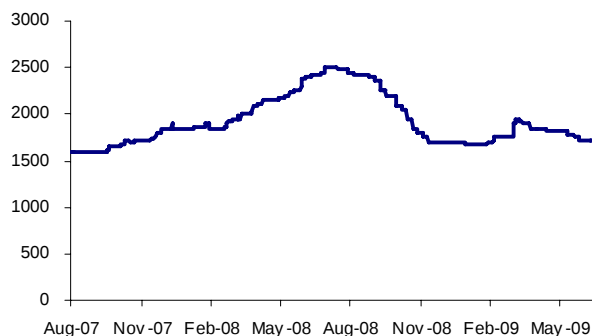
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

国内化肥价格同比大幅下降。虽然国家在今年年初放开了国内尿素产品价格,但今年国内尿素最高价格并没有超过去年。目前国内尿素、磷肥和钾肥产品价格同比分别下降了 29.22%、43.02%和 34.04%。

5 月以来国内化肥产品价格呈回落走势,与去年同期截然相反。从 5 月初到目前,国内氮磷钾三种化肥产品的市场价格均有不同程度回落。尿素、磷肥和钾肥的价格在近两个月分别下降了 6.01%、5.77%和 13.89%。而去年同期,国内尿素、磷肥和钾肥的价格则是呈现上涨态势,涨幅分别达到 12.50%、4.88%和 4.44%。

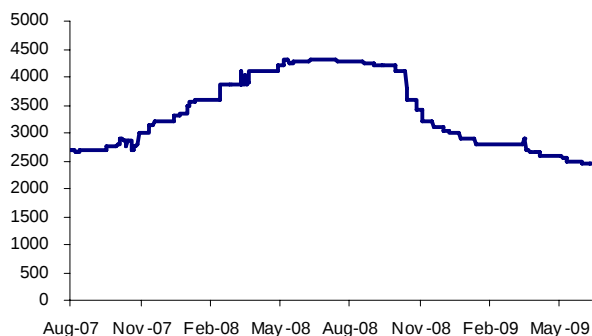
国内供应的增加以及需求增长乏力是导致化肥产品价格表现疲弱的主要原因。以氮肥为例,国内尿素市场供过于求的状况一直存在,而且新增尿素产能也在近几年陆续释放,从而使得国内尿素市场的供应增加。另外由于特别关税政策的实施,使得尿素出口受到抑制,而经济危机也或多或少会影响到农民的用肥需求。

图 3 国内尿素价格 (元/吨)



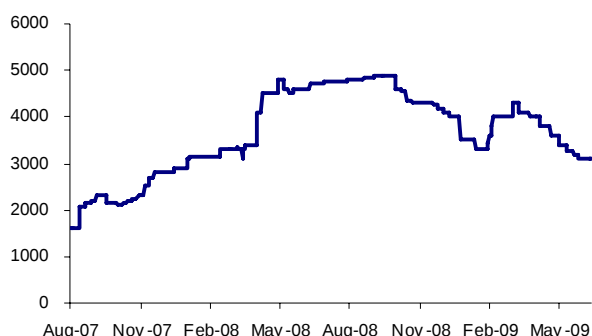
资料来源: 中国化工在线, 海通证券研究所

图 4 国内磷肥价格 (元/吨)



资料来源: 中国化工在线, 海通证券研究所

图 5 国内钾肥价格（元/吨）



资料来源：中国化工在线，海通证券研究所

受到化肥产品价格回落的影响，我国化肥制造业今年以来的盈利出现了明显回落。今年以来我国化肥产品价格走势明显弱于前几年，从而造成行业整体盈利能力大幅下降。今年前两个月我国肥料制造业的销售毛利率只有 9.13%，明显低于前几年 13% 以上的毛利率水平。即使二季度盈利能力环比有所提升，但在价格大幅回落的情况下，今年上半年化肥行业整体盈利能力下滑已无法改变。

图 6 我国肥料制造业销售毛利率（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

2. 出口关税政策调整有助于化肥出口的增加，但影响并不大

氮肥和磷肥是主要的化肥品种，目前国内产能已过剩，需要靠出口来消化剩余产能。由于今年上半年国内化肥市场表现低迷，为了稳定化肥市场，保证行业稳定的盈利，国家延长了化肥淡季期限。化肥销售淡季，不征收 75% 的特别关税，有助于化肥产品出口的增加，进而稳定国内化肥市场价格，提高化肥企业的生产积极性，保证国内化肥供应。

此次出口关税政策调整对化肥行业影响并不大。作为主要的化肥品种，氮肥和磷肥的销售淡季分别延长了一个月和一个半月。在一年中，仍有半年左右的时间需要征收 75% 的特别出口关税，这将影响化肥行业的出口。而此次关税政策调整，延长了销售淡季的期限，但不会对我国化肥的出口形势产生实质性影响。

以尿素为例，从今年 7 月开始，9 月和 11 月上半月被划为淡季，在这期间不再征收特别关税。2008-2008 年的月度出口数据显示，每年的出口旺季主要集中在 11 月、12 月，其次是 1 月和 10 月。由于 11 月的下半月在上次出口关税调整时，就已确定为淡季，因而本次出口关税的调整对化肥出口的影响并不大。按照 2008 年的出口数据，9 月和 11 月上半月的尿素出口量只有 10 万吨左右，占全年尿素出口总量的 2.31%。

目前国内化肥产品价差并不大，在国际市场上，我国化肥产品并没有成本优势。根据我们统计的国内外化肥产品价格数据，目前国内磷肥的市场价格要高于国际市场价格，而尿素的国内外市场价格基本持平。即使考虑到出口淡季到来，特别关税取消，我国化肥产品并没有竞争优势。

化肥行业已进入周期下降阶段。在 2008 年 10 月的报告《化肥行业 2008 年前三季度业绩综述》中，我们就认为化肥行业的盈利高点已过去，国内化肥行业将度过两到三年的低谷期。出口关税政策的放松并不能从根本上解决化肥行业供过于求的矛盾。我们认为，当经济复苏，化肥需求出现实质性增长时，国内化肥行业将再次迎来高增长。

3. 化肥行业发展趋势展望

根据《石化产业调整与振兴规划》，未来几年我国要逐步调整氮肥企业原料路线和动力结构，提高磷、硫资源使用效率，在资源产地适当建设大型化肥生产基地。氮肥生产主要以煤炭、天然气和石油为原料，由于过去几年原油价格大幅上涨，国内油头尿素企业已逐步改为煤头，在现有尿素生产企业中，气头尿素占有近 1/4 的市场份额。

天然气价格在未来几年还有较大提升空间，这将增加气头尿素企业的生产成本。随着西气东输二线的建成，以及沿海 LNG 接收站的陆续投入使用，进口高价天然气将对国内天然气市场造成较大冲击，因而我们预计未来几年国内天然气价格还有较大提升空间，从而实现国产天然气与进口天然气的接轨。

气价的提升将增加气头尿素企业的生产成本，因而我们认为未来尿素行业的发展趋势将是煤头尿素占绝对主导地位，现有的气头尿素装置将逐步被煤头尿素取代。正是基于这样的考虑，国内气头尿素企业纷纷开始投资建设煤头尿素项目。

4. 维持化肥行业“中性”的投资评级

化肥行业的景气高点已过，未来两年化肥行业的盈利难有大的起色，我们维持对化肥行业“中性”的投资评级。对于化肥行业个股，我们建议关注有产能扩张或新项目投产的公司。

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。

华鲁恒升（600426）：拓展煤化工产业链（增持，维持）

（1）公司是煤头尿素中的佼佼者，依托先进的煤气化装置，公司尿素生产在煤头尿素中具有一定的成本优势。（2）除了化肥业务稳步发展外，公司正在努力拓展下游煤化工产业链。20 万吨醋酸、2.8 万吨醋酐项目已完工，将成为公司新的利润增长点。同时公司也在积极研发新的煤化工项目。

辽通化工（000059）：石化项目值得期待（增持，维持）

（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于今年 9 月竣工投产。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。

表 1 化肥行业主要上市公司盈利预测与投资评级

代码	股票名称	EPS（元）			投资评级	
		2008	2009E	2010E	上期	本期
002109	兴化股份	0.46	0.48	0.73	买入	买入
600426	华鲁恒升	0.76	0.93	1.01	增持	增持
000912	泸天化	0.51	0.69	0.74	增持	增持
600423	柳化股份	0.34	0.33	0.41	增持	中性
000059	辽通化工	0.32	0.31	0.64	增持	增持
600096	云天化	1.23	0.42	0.78	中性	中性

资料来源：海通证券研究所

相关研究:

化肥价格市场化改革点评（中性，维持）20090202

化肥出口关税政策调整点评（中性，维持）20091114

化肥行业 2008 年前三季度经营情况综述（中性，调低）20091029

附表 出口关税政策调整及相关上市公司

	现行关税政策	2009 年 7 月 1 日起的关税政策	相关上市公司
尿素	旺季: 关税 35%, 特别关税 75% 淡季: 当出口价格不高于基准价格 (2300 元/吨) 时, 关税 10%; 当出口价格高于基准价格时, 税率 $= (1.1 - \text{基准价格} / \text{出口价格}) * 100$ 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	淡旺季的关税与特别关税税率不变, 但淡旺季的划分有所改变。 旺季 (2-6 月、9 月 16 日-10 月 31 日); 淡季 (1 月、7 月 1 日-9 月 15 日, 11 月 1 日-12 月 31 日)	华鲁恒升、辽通化工、湖北宜化
磷酸二铵	旺季: 关税 35%, 特别关税 75% 淡季: 当出口价格不高于基准价格 (4000 元/吨) 时, 关税 10%; 当出口价格高于基准价格时, 税率 $= (1.1 - \text{基准价格} / \text{出口价格}) * 100$ 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	淡旺季的关税与特别关税税率不变, 但淡旺季的划分有所改变。 旺季 (2-5 月、9 月 1 日-10 月 15 日); 淡季 (1 月、6-8 月, 10 月 16 日-12 月 31 日)	六国化工、湖北宜化、云天化
氯化铵	50% 的特别关税	取消 50% 的特别关税, 实行 10% 的暂定关税	双环科技
硝酸铵	关税 30%	-	兴化股份
硝酸钾	30% 的暂定关税、75% 的特别关税	取消 75% 的特别关税, 实行 10% 的暂定关税	
硫酸钾	30% 暂定关税、75% 特别关税	-	中信国安
氯化钾	关税 30%, 特别关税 75%	-	盐湖钾肥、盐湖集团
磷矿石	35% 暂定关税、50% 特别关税	取消特别关税, 实行 35% 的暂定关税	兴发集团、澄星股份
黄磷	20% 的出口关税, 50% 的特别关税	取消特别关税, 维持 20% 的出口关税	兴发集团、澄星股份
磷酸	75% 的特别关税	取消特别关税, 实行 10% 的暂定关税	兴发集团、澄星股份

资料来源: 海通证券研究所

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。