



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2009 年 12 月 17 日

化工

研究部

时雪松

分析员

shixs@cicc.com.cn

史振伟

联系人

shizw@cicc.com.cn

化肥淡季关税小幅下调

符合市场预期，总体偏于利好

行业近况：

国务院关税税则委员会今日公布“2010 年关税实施方案”，就化工产品而言，主要内容包括：

- 1) 将尿素淡季的暂定关税由 10% 下调至 7%，维持原有旺季关税。同时旺季由原来 2~6 月、9 月 16 日~10 月 31 日调整至 2~6 月、9 月 16 日~10 月 15 日。
- 2) 将 DAP、MAP 淡季的暂定关税由 10% 下调至 7%，维持原有旺季关税，维持原有的淡旺季划分规则。
- 3) 将磷酸、重过磷酸钙、二元复合肥等的暂定关税由 10% 下调至 7%（具体请参阅附表 1）。

评论：

本次税率调整符合市场预期。国内氮肥、磷肥及磷化工行业总体偏于利好，由于国际化肥价格同样会季节性波动，出口的优势未必很大。

近期国内氮肥受到需求回升、供应不足（主要是气头尿素企业供气不足）和能源成本的上涨的共同影响，价格上涨明显，目前国内报价已经普遍上涨至 1800 元/吨。由于三季度尿素去库存比较彻底，目前经销商库存仍处于低位，考虑到供需平衡短期内难以明显改善，预计此轮行情能维持到明年 1 季度。同时，国际尿素价格也出现了比较明显的上涨，美国海湾离岸价已经达到 310 美元/吨的水平，国内的产品仍有比较明显的价格优势，如果淡季关税得到进一步下调，将更有利于明年 2 月份之前的尿素消费，使国内过剩的产能得到比较好的释放。

相比于氮肥，此次关税下调对短期磷肥出口的利好相对有限。因为磷肥品种为 DAP 和 MAP，近期国内的 DAP 价格也由于需求回升都出现了明显上涨，MAP 达到 2100 元/吨，DAP 达到 2450 元/吨左右，考虑关税和运费对应国际价格达到 390 美元/吨，而美国海湾离岸价在 330 美元/吨的水平。我们认为随着美国和巴西需求的恢复，以及国际硫磺和磷矿石价格的走强，国际磷肥价格将会逐步提升，完税后的出口价格对淡季价格有一定的支撑。

和磷肥企业类似，国内磷酸价格和国际相比也没有明显的优势，但是因为国际湿法精制磷酸工艺对于原材料硫磺和磷矿石的价格敏感性较高，随着两者价格走强，国内的热法磷酸工艺的成本优势将得以体现。

估值与建议：

由于国内短期内尿素供需偏紧，明年上半年尿素价格将高于预期，我们认为此次关税下调所有氮肥企业利好，未来天然气价格上涨未定，但总体尿素气价大幅上涨概率较大。继续看好纯煤头和煤气化优势的**华鲁恒升**，煤头气头共存的**湖北宜化**也相对受益，**气头企业**（云天化、泸天化、川化、赤天化和四川美丰等）可能存在交易性机会，港股中海油化学(3983.HK)也受益。而磷肥磷化工企业短期内受益有限，但本身国内磷肥价格回升明显，磷肥的交易性标的有**六国化工**和**云天化**。同时对拥有磷矿和水电资源，具有成本优势的**兴发集团**长期看好，**澄星股份**也同样受益于磷酸关税下调。

风险提示：

- 1) 国际宏观经济环境依旧不稳定，化肥需求的恢复低于预期。
- 2) 如果国际价格过高导致大量出口，政府仍可能会采取临时措施调整关税。

图表 1：部分产品出口关税调整表

税则号列	商品名称（简称）	出口税率（%）	2009 年最新税率		2010 年税率	
			暂定税率（%）	特别关税税率（%）	暂定税率（%）	特别关税税率（%）
28092019	磷酸		10		7	
31021000	尿素		旺季（2-6 月，9 月 16 日-10 月 31 日）：35%； 淡季（1 月，7 月 1 日-9 月 15 日，11 月 1 日-12 月 31 日）： 当出口价格不高于基准价格时，10%；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% (基准价格按 2.3 元/公斤计算)	旺季：75%	旺季(2-6 月,9 月 16 日-10 月 15 日): 35%; 淡季(1 月,7 月 1 日-9 月 15 日,10 月 16 日-12 月 31 日): 当出口价格不 高于基准价格时, 7%; 当出口价格高于基准价格 时, 税率=(1.07-基准价格/出口价格)*100% (基准价 格按 2.3 元/公斤计算)	旺季: 75%
31024000	硝酸铵与碳酸钙或其他无肥效无机物的混合物		10		7	
31025000	硝酸钠		10		7	
31026000	硝酸钙和硝酸铵的复盐及混合物		10		7	
31028000	尿素及硝酸铵混合物的水溶液或氨水溶液		10		7	
31029010	氰氯化钙		10		7	
31029090	其他矿物氮肥及化学氮肥, 包括上述子目未列名的混合物		10		7	
31031010	重过磷酸钙		10		7	
31031090	其他过磷酸钙		10		7	
31039000	其他矿物磷肥或化学磷肥		10		7	
31051000	制成片状及类似形状或每包毛重不超过 10 公斤的 31 章各货品		10		7	
31053000	磷酸氢二铵 ^②		旺季（2-5 月、9 月 1 日-10 月 15 日）：35%； 淡季（1 月，6-8 月，10 月 16 日-12 月 31 日）：当出口价 格不高于基准价格时，10%；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% (基准价格按 4.0 元/公斤计算)	旺季：75%	旺季(2-5 月,9 月 1 日-10 月 15 日): 35%; 淡季(1 月,6-8 月,10 月 16 日-12 月 31 日): 当出口价格不高于基准价 格时, 7%; 当出口价格高于基准价格时, 税率=(1.07- 基准价格/出口价格)*100%(基准价格按 4.0 元/公斤计 算)	旺季: 75%
31054000	磷酸二氢铵及磷酸二氢铵与磷酸氢二铵的混合物 ^②		旺季（2-5 月、9 月 1 日-10 月 15 日）：35%； 淡季（1 月，6-8 月，10 月 16 日-12 月 31 日）：当出口价 格不高于基准价格时，10%；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% (基准价格按 3.7 元/公斤计算)	旺季：75%	旺季(2-5 月,9 月 1 日-10 月 15 日): 35%; 淡季(1 月,6-8 月,10 月 16 日-12 月 31 日): 当出口价格不高于基准价 格时, 7%; 当出口价格高于基准价格时, 税率=(1.07- 基准价格/出口价格)*100%(基准价格按 3.7 元/公斤计 算)	旺季: 75%
31055100	含有硝酸盐及磷酸盐的肥料		10		7	
31055900	其他含氮磷两种肥效元素的矿物肥料或化学肥料		10		7	
31056000	含磷钾两种元素的肥料		10		7	
31059000	其他肥料		10		7	

资料来源：WWW.QOV.CN，中国资讯网，中金公司研究部

图表 2：行业可比公司估值表

公司名称	代码	货币	评级	股价	市盈率				市净率			EV/EBITDA					
				2009-12-16	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	
国内化肥公司																	
云天化	600096 CH	CNY	审慎推荐	24.91	22.4	988.5	41.1	28.1	4.0	3.2	3.0	2.9	12.5	15.7	11.0	9.7	
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	推荐	59.5	33.5	42.7	21.5	20.0	15.9	16.0	10.5	8.5	15.7	27.5	13.5	12.1	
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	9.57	23.7	26.6	20.7	17.7	2.9	2.8	2.6	2.4	7.4	9.7	8.1	7.5	
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	23.31	30.7	27.0	20.6	16.5	4.8	4.2	3.6	3.0	15.5	14.8	12.4	10.6	
六国化工	600470 CH	CNY	中性	13.23	45.0	61.4	30.3	22.6	2.8	2.7	2.6	2.4	18.5	17.1	12.2	9.9	
冠农股份	600251 CH	CNY	中性	26.91	338.9	n.a.	39.1	31.3	11.9	12.0	9.2	7.1	239.6	531.8	712.3	672.3	
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	20.04	29.3	37.2	20.0	17.8	8.3	7.5	6.0	4.8	24.0	21.0	11.7	10.2	
中化化肥	297 HK	HKD	回避	4.05	13.9	n.a.	22.9	15.3	1.9	2.0	1.8	1.6	13.1	104.0	16.1	12.0	
盐湖集团	000578 CH	CNY	无评级	24.88	50.7	45.4	28.6	23.5	12.0	9.5	7.1	5.5	24.7	19.6	13.3	10.9	
平均					65.3	175.5	27.2	21.4	7.2	6.7	5.2	4.2	41.2	84.6	90.1	83.9	
中间值					30.7	42.7	22.9	20.0	4.8	4.2	3.6	3.0	15.7	19.6	12.4	10.6	
国内材料公司																	
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	23.75	26.2	33.0	26.4	18.1	8.2	6.6	5.3	4.1	20.3	28.2	16.6	11.8	
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	47.01	8.6	42.6	25.6	18.7	4.9	3.5	3.3	2.9	5.4	22.6	14.0	10.7	
蓝星新材	600299 CH	CNY	中性	13.67	n.a.	n.a.	42.8	26.9	2.4	2.5	2.4	2.2	32.2	25.9	12.4	9.5	
三爱富	600636 CH	CNY	中性	10.07	n.a.	243.2	99.8	51.1	4.9	4.8	4.5	4.2	33.1	18.2	16.0	13.5	
巨化股份	600160 CH	CNY	中性	10.13	64.5	75.4	71.2	72.2	2.9	2.8	2.7	2.7	49.1	16.6	13.3	13.2	
山西三维	000755 CH	CNY	中性	9.93	394.0	n.a.	51.2	26.6	2.2	2.3	2.3	2.2	23.2	35.2	17.3	12.9	
沈阳化工	000698 CH	CNY	审慎推荐	8.69	59.7	86.1	18.9	14.3	2.1	2.0	1.9	1.8	14.7	14.1	7.5	6.5	
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	8.74	49.3	53.7	30.2	21.4	3.9	3.6	3.3	2.9	10.3	14.3	11.4	9.7	
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	22.49	23.0	43.5	26.3	21.0	6.0	5.4	4.7	4.0	14.4	18.5	12.5	10.9	
云维股份	600725 CH	CNY	中性	20.9	45.4	207.1	36.7	20.8	3.8	3.8	3.5	3.1	17.3	20.7	13.5	10.5	
丹化科技	600844 CH	CNY	推荐	28.86	747.7	n.a.	33.3	25.3	48.0	6.0	5.1	4.3	1378.3	249.0	15.1	9.6	
丹科B	900921 CH	USD	推荐	1.868	329.4	n.a.	14.7	11.1	21.1	2.6	2.2	1.9	543.2	120.7	10.8	8.4	
平均					174.8	98.1	39.8	27.3	9.2	3.8	3.4	3.0	178.4	48.7	13.4	10.6	
中间值					54.5	64.5	31.8	21.2	4.4	3.6	3.3	2.9	21.7	21.7	13.4	10.6	

资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 3: 国际化工公司估值表

	代码	货币	股价		市盈率					市净率			EV/EBITDA			
			2009-12-16	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	
国际化肥公司																
加拿大化肥公司																
Potashcorp	POT CN	CAD	124.37	10.94	38.72	17.61	13.35	8.00	5.64	4.47	3.33	8.51	25.94	12.17	9.74	
Agrium	AGU CN	CAD	65.95	7.86	25.42	12.95	10.24	2.52	2.11	1.79	1.45	4.75	12.77	7.91	6.70	
美国化肥公司																
Mosaic	MOS US	USD	59.1	11.17	22.08	14.62	11.90	3.09	2.75	2.33	1.94	7.93	12.94	8.13	6.90	
Terra Industry	TRA US	USD	33.33	4.95	15.57	11.89	10.71	3.13	2.95	2.73	2.65	3.13	6.61	5.34	5.43	
Terra Nitrogen	TNH US	USD	107.48	7.21	n.a.	n.a.	n.a.	8.84	n.a.	n.a.	n.a.	4.42	n.a.	n.a.	n.a.	
欧洲化肥公司																
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	4.7	12.96	9.79	5.31	2.78	8.31	2.77	2.09	1.63	7.40	14.83	9.07	5.97	
Yara	YAR NO	NOK	256.5	9.07	32.38	15.11	12.22	2.47	2.46	2.20	1.94	6.32	18.51	10.89	9.38	
K+S	SDF GR	EUR	41.72	7.90	59.51	18.85	12.33	4.01	4.57	3.89	3.23	5.69	19.64	19.64	19.64	
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	5412	9.10	24.91	17.04	13.49	7.51	6.24	5.01	4.15	1.92	16.10	10.92	9.64	
平均				9.02	28.55	14.17	10.88	5.32	3.69	3.06	2.54	5.56	15.92	10.51	9.17	
中间值				8.49	25.42	15.11	12.22	3.57	2.95	2.73	2.65	5.22	16.10	10.89	9.38	
国际材料公司																
聚氨酯公司																
Bayer AG	BAY GR	EUR	54.49	24.55	15.74	13.62	11.99	2.56	2.39	2.28	2.10	8.88	8.75	7.96	7.38	
BASF AG	BAS GR	EUR	43.38	13.86	22.78	16.65	13.50	2.27	2.36	2.28	2.13	5.24	7.80	6.63	5.94	
Dow Chemical Co	DOW US	USD	26.77	43.18	56.00	20.33	10.93	1.83	1.72	1.74	1.68	12.90	10.65	8.16	6.55	
平均				27.19	31.51	16.86	12.14	2.22	2.16	2.10	1.97	9.01	9.07	7.58	6.63	
中间值				24.55	22.78	16.65	11.99	2.27	2.36	2.28	2.10	8.88	8.75	7.96	6.55	
有机硅公司																
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	3570	47.91	83.78	29.12	19.34	2.21	2.17	2.05	1.90	11.14	16.36	11.62	9.43	
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	841	25.08	n.m.	15.32	13.08	1.37	1.36	1.28	1.19	5.49	7.34	5.96	5.72	
Solvay SA	SOLB BB	EUR	74.75	15.19	13.34	13.76	14.86	1.38	1.32	1.09	1.11	6.06	6.77	8.25	7.57	
3M Co.	MMM US	USD	82.7	16.71	18.21	16.82	15.15	5.81	4.63	4.05	3.55	9.59	10.11	9.35	8.78	
平均				26.22	38.44	18.76	15.61	2.69	2.37	2.12	1.94	8.07	10.14	8.80	7.88	
中间值				20.89	18.21	16.07	15.00	1.79	1.77	1.66	1.54	7.83	8.73	8.80	8.18	
有机硅公司																
GE Co.	GE US	USD	15.75	9.16	15.80	17.46	13.83	1.59	1.48	1.44	1.35	18.84	21.20	21.59	18.54	
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	5030	13.88	24.36	18.55	15.69	1.56	1.49	1.42	1.34	5.46	8.58	7.40	6.70	
Rhodia SA	RHA FP	EUR	12.36	11.77	n.m.	13.18	8.49	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	3.64	5.64	4.08	3.79	
Cabot Corp	CBT US	USD	26.23	19.15	20.56	15.14	14.41	1.37	1.41	n.a.	n.a.	6.63	6.66	5.87	n.a.	
平均				13.49	20.24	16.08	13.11	1.51	1.46	1.43	1.35	8.64	10.52	9.74	9.67	
中间值				12.83	20.56	16.30	14.12	1.56	1.48	1.43	1.35	6.05	7.62	6.64	6.70	
环氧树脂公司																
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	23.2	n.m.	n.m.	n.m.	18.31	1.29	2.41	2.19	3.91	n.m.	n.m.	20.50	10.41	
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	229	n.m.	n.m.	n.m.	29.74	0.49	0.57	0.58	0.59	20.43	12.36	8.82	8.25	
Sunoco Inc	SUN US	USD	25.67	3.87	583.41	11.61	6.70	1.06	1.17	1.10	1.00	3.16	11.06	5.89	4.34	
平均				3.87	583.41	11.61	18.25	0.95	1.38	1.29	1.83	11.80	11.71	11.74	7.66	
中间值				3.87	583.41	11.61	18.31	1.06	1.17	1.10	1.00	11.80	11.71	8.82	8.25	

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 4: 国际化工公司分类估值表

分地区估值	P/E			P/B			EV/EBITDA		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
美国特殊化学品	20.3	25.2	18.3	3.7	3.7	3.3	8.6	9.5	8.0
美国大宗化学品	15.9	29.8	27.1	5.1	3.9	2.9	6.8	8.5	7.3
欧洲化工	13.3	24.8	15.9	2.2	2.1	1.9	7.4	9.5	8.0
日本化工	100.3	53.5	26.3	1.2	1.2	1.1	7.7	9.9	7.2
亚太化工	31.7	19.2	16.1	1.8	1.9	2.6	31.5	13.5	13.3
平均	33.9	29.5	20.1	2.6	2.3	2.2	11.5	10.2	8.6
中间值	18.3	20.7	17.8	1.8	1.7	1.7	8.4	10.0	8.3
分类估值									
分类估值	P/E			P/B			EV/EBITDA		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
多元化化工	42.7	33.5	18.1	1.5	1.5	2.0	21.6	11.6	10.4
工业气体	15.2	14.2	11.0	1.5	1.3	1.2	6.9	10.5	8.2
大宗化学品	17.2	39.6	25.0	4.2	3.3	2.6	7.4	9.0	7.6
特殊化学品	37.7	23.2	20.9	2.9	2.7	2.4	8.7	10.2	8.3
平均	33.9	29.5	20.1	2.6	2.3	2.2	11.5	10.2	8.6
中间值	18.3	20.7	17.8	1.8	1.7	1.7	8.4	10.0	8.3
流通市值分类估值									
流通市值分类估值	P/E			P/B			EV/EBITDA		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
大盘公司	29.6	25.8	17.0	3.6	3.0	2.6	12.5	10.5	9.2
中盘公司	44.4	35.3	21.9	1.5	1.5	1.8	12.2	10.3	8.8
小盘公司	17.0	26.8	25.4	2.6	1.6	1.3	5.9	7.9	5.5
平均	33.9	29.5	20.1	2.6	2.3	2.2	11.5	10.2	8.6
中间值	18.3	20.7	17.8	1.8	1.7	1.7	8.4	10.0	8.3

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。