

2010-02-07

行业研究 / 跟踪报告

化工

中性 / 维持评级

价格持稳、等待春耕行情 —1月氮肥行业跟踪

分析师

肖晖

+755-82493656

xiaohui@lhqz.com

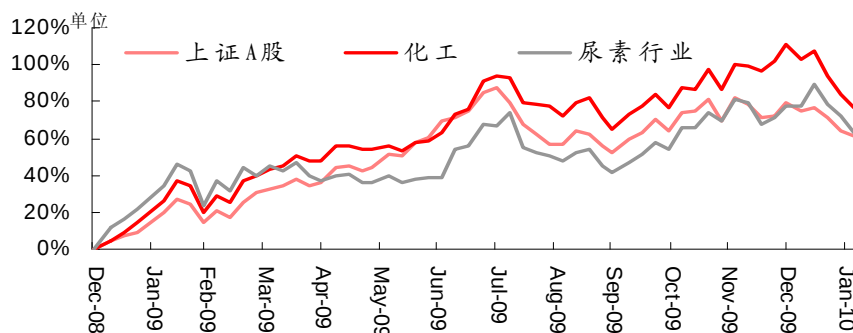
李辉

+755-82364424

lihuiyjs@lhqz.com

- 2009年四季度，多重因素推动了尿素价格大幅上涨350元/吨。2010年1月国内尿素市场成交清淡，价格保持稳定，北方主流报价小幅下跌20元/吨至1750元/吨；西南地区受限气影响价格略高。随着2月关税上调，出口减少，我们预计国内尿素价格维持稳定，价格的再次上涨需待3月份春耕行情来临。
- 09年四季度美国天然气价格最大涨幅200%，10年1月冲高后回落至5.5\$/MMBtu的高位。受其推动，尿素价格上涨27%至345美元/吨。受拉美市场回暖及供应紧张影响，国际尿素价格继续小幅上涨。
- 09年全国尿素新增产能500万吨至6300万吨，受新增产能开工延期及天然气供应不足影响，12月全国尿素开工率只有75%。统计数据显示12月国内尿素产量512万吨，同比增加10%，环比小幅上涨1.6%。10年1月国内低温天气推动原料煤涨价及限电限产，北方尿素企业减产15%，预计1月开工率将进一步下降。
- 受关税下调影响，12月国内尿素出口50.1万吨，同比大幅增加1368%。淡季关税下调，我们预计1月份尿素出口超过50万吨。
- 氮肥消费具有季节性，模拟消费量并不代表国内短期消费，在用肥淡季，我们认为该指标反映库存情况。09年四季度由于开工率下降和出口增加，国内尿素模拟消费量高位下降，12月恢复到历史同期水平，我们判断2010年春季供给大量过剩的情况并不严重，未来在春耕用肥需求的拉动下，尿素价格有望继续上涨。
- 我们维持2010年氮肥行业“中性”评级。季节性消费成为股价的刺激因素，推荐可以超越行业成长的个性企业，具有多元联产技术优势的华鲁恒升、具有外延性扩张能力的湖北宜化。未来天然气价格大幅上涨幅度可能将为氮肥行业盈利带来根本性变化。

最近52周股价表现



国内外尿素价格维稳

节前淡市，国内尿素价格高位持稳

2009 年第四季度，国内尿素市场推动价格上涨的因素较多，需求和成本上涨的双重影响推高了尿素价格，国内尿素价格持续上涨 350 元/吨至 1800 元/吨。价格上涨时间较往年提前了 2~3 个月。

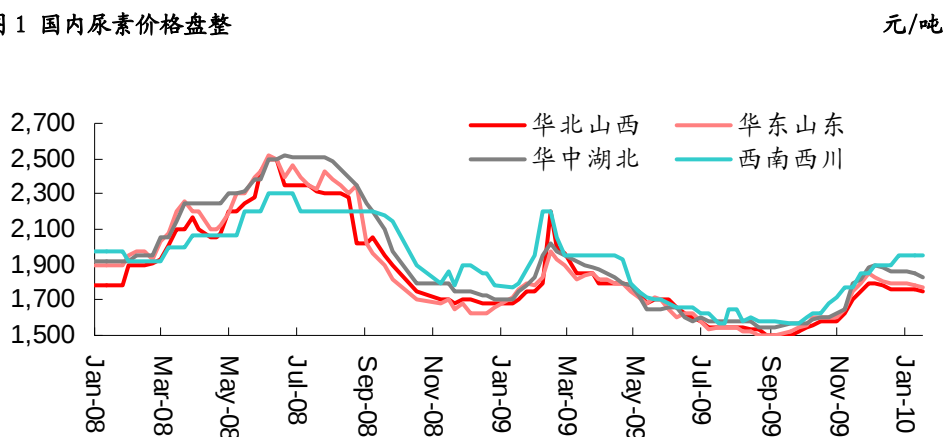
表 1、国内影响尿素价格的变化因素

	因素	如何影响	影响幅度
需求	淡储	尿素淡储规模加大至 800 万吨	每个月增加收储近 100 万吨
	出口	11-12 执行淡季关税、2010 年关税下调至 7%	出口增加至超过 50 万吨
供给	天然气供应紧缺	气头尿素企业开工率下降	11/09-1/10 全行业开工率下降到 75%
	雪灾	影响煤炭运输，电煤紧张	北方尿素企业开工率下降
	新增产能	09 年产能新增 500 万吨	供过于求加剧、开工率下降
成本	煤炭	无烟煤价格上涨 20 元/吨 煤炭运费上涨	成本上涨 50 元/吨
	电力	电价调整 2.8 分/度 部分省市更高(山东 4 分/度)	国内尿素企业增加约 50 元/吨的成本
	铁路运费	上调 0.7 分/吨公里	尿素运费增加 15-20 元/吨公里(至东北)
	天然气价格上调	大幅提高气头企业成本	天然气每上涨 0.1 元/M ³ ，成本上涨 70 元/吨
	合计	尿素价格上涨	350 元/吨

资料来源: wind、华泰联合证券研究所整理

临近春节，市场成交较为清淡，1 月国内尿素价格小幅下跌。北方企业主流报价从 1770 元/吨下跌至 1750 元/吨；西南地区受限气影响，企业开工率较低，市场货源持续偏紧，尿素价格高于全国。

图 1 国内尿素价格盘整



资料来源: 华泰联合证券研究所

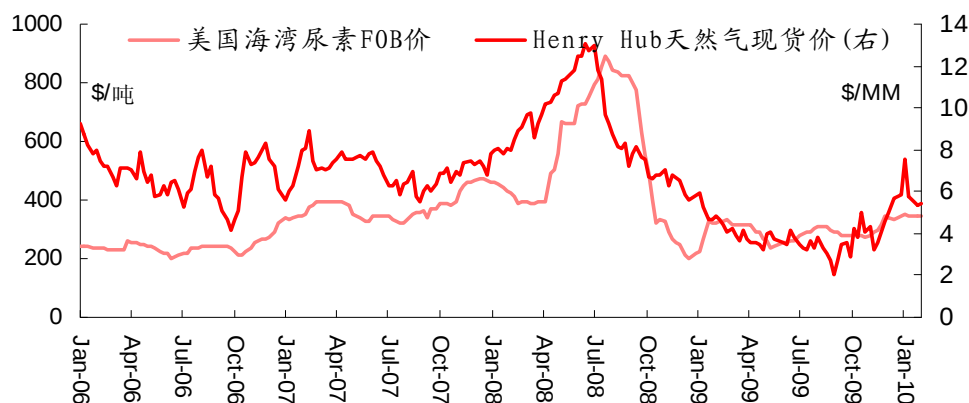
2010年2月，随着淡储进入后期阶段，旺季关税上调至110%使出口无利可图，推动尿素价格上涨的需求因素减弱，上涨趋势将有所减缓。

成本上涨因素仍然存在，将有效支撑尿素价格，我们预计未来2~3个月国内尿素价格将继续震荡向上的格局，看好3月份之后春耕用肥需求的推动作用。

国际尿素价格继续小幅上涨

09年美国遭受25年来最寒冷天气，天然气库存下降，价格大幅上涨，从9月最低的2\$/MMBtu大幅上涨至最高10年1月最高的7.5\$/MMBtu。受其影响，美国尿素价格从270美元/吨上涨至345美元/吨，涨幅27%。10年1月国际天然气价格冲高回落，但是仍然维持5.5\$/MMBtu的高位，对尿素价格影响很小。

图2 国际天然气价格小幅回调

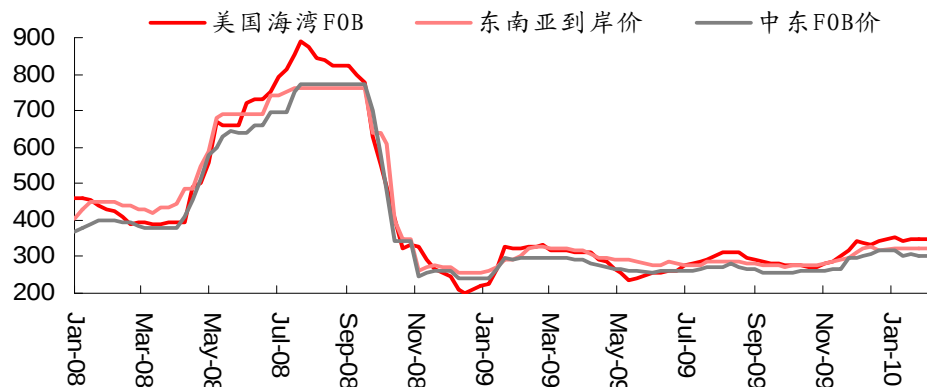


资料来源：华泰联合证券研究所

受拉丁美洲市场需求回暖及波罗的海结冰导致的海运不畅影响，东欧地区尿素供应紧张，大颗粒尿素离岸价上涨至335美元/吨。美国海湾尿素FOB上涨2%至347美元/吨，中东地区报价小幅下跌至300美元/吨。

图3 国际尿素价格继续小幅上涨

美元/吨



资料来源：华泰联合证券研究所

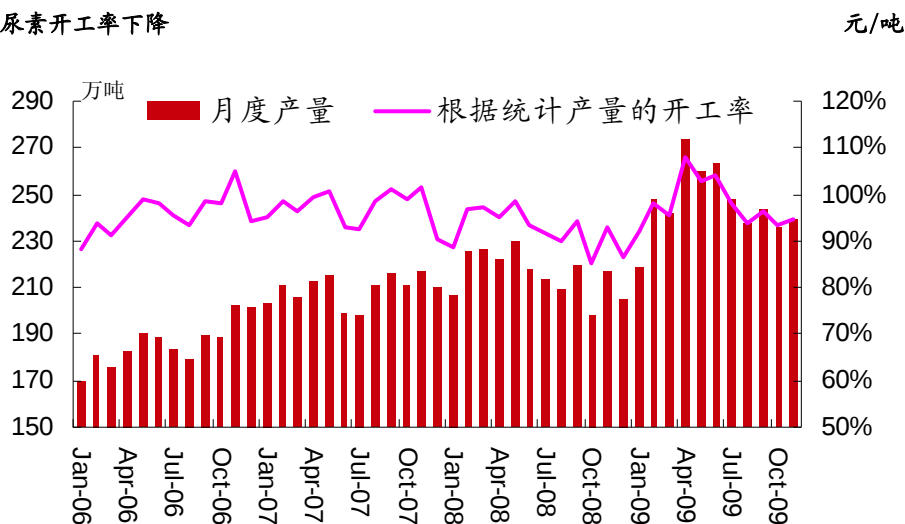
国内尿素供应量下降到同期水平

天然气供应不足，开工率下降

09年全国尿素新增产能500万吨至6300万吨，四川玖源、齐鲁达州、建峰化工二化等新增产能项目还没开工增加了产能核算，另一方面受天然气供应紧张影响，西南地区气头尿素企业开工率只有60%，以上两个因素影响12月全国尿素开工率只有75%。根据统计局数据测算，09年12月国内尿素产量512万吨，同比增加10%，环比小幅上涨1.6%。

2010年1月初国内大部分地区的低温天气导致各地用电量大增，电厂存煤告急推动原料煤涨价以及限电限产，北方尿素企业普遍减产15%，预计开工率将进一步下降。进入2月，河北沧州大化以及河南中原大化拟定了近期恢复生产的计划，西南地区企业的开工率增加。

图4 尿素开工率下降



资料来源：华泰联合证券研究所

淡季关税，出口增加

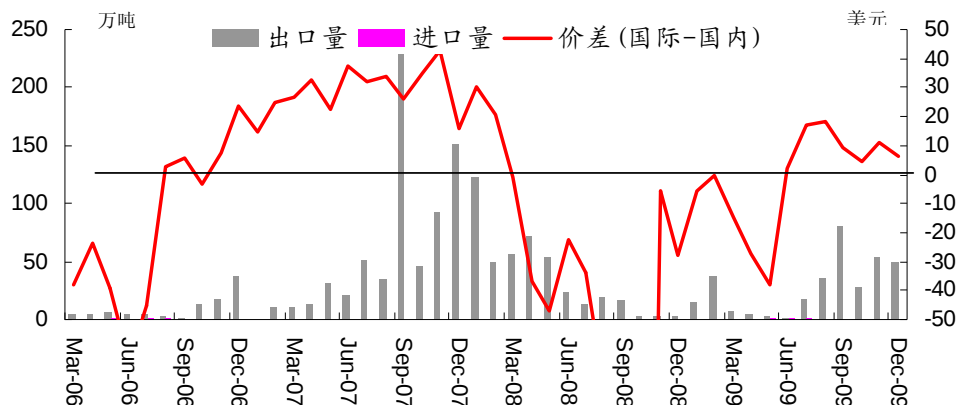
受关税下调影响，12月国内尿素出口再次超过50万吨，同比大幅增加1368%，全年出口338万吨，较07、08年分别下降35%、27%。

比较07-08年国内外尿素价差与出口关税的关系，07年国际尿素价格持续上涨带动了国内尿素出口持续增加。08年4月中旬尿素出口关税上调至135%，中国FOB价高于国际价格，在强烈的国际需求下每个月仍然有20-50万吨的尿素出口。08年9月关税再度上调至185%，国际天然气价格大幅下跌带动尿素价格下滑，出口量减少。我们认为尿素出口量受国内外价差和国际需求作用。

我们在深度报告中指出，2010年国际尿素供需弱平衡，随着2010年淡季关税下调至7%，我们预计1月份尿素出口超过50万吨的淡季平均出口量，2-6月份国内尿素出口关税上调至110%，出口减少将导致国际尿素供给偏紧，价格继续上涨。全年预计出口超过400万吨。

图 5、尿素出口量受国内外价差影响

元/吨



资料来源：华泰联合证券研究所

国内模拟消费量（产量-净出口量）下降到正常水平

2000 年开始我国成为尿素的净出口国，国内产量和净出口量决定了国内的模拟消费量（生产出来供给到国内消费者和渠道中的产量）。09 年 3 月关税上调至 110% 后出口锐减，国内模拟消费量迅速上升，尿素价格开始大幅度下跌。

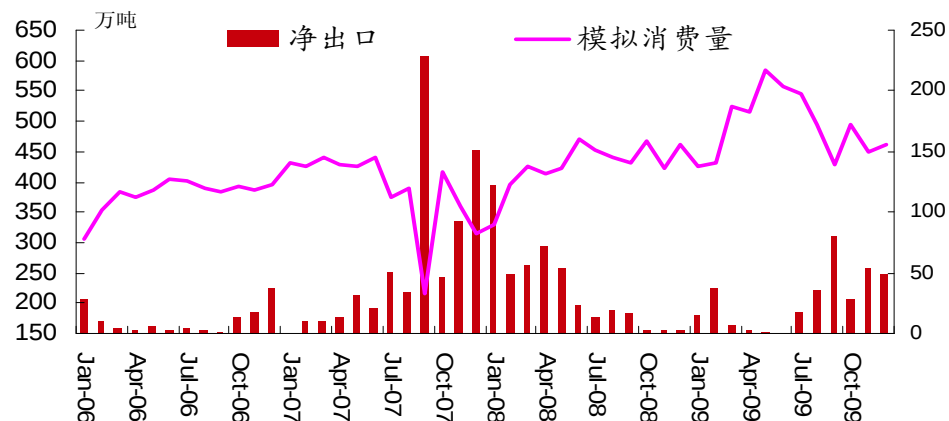
由于氮肥消费具有明显的季节波动属性，在冬季用肥淡季，月度模拟消费量并不能代表国内氮肥的短期实际消费水平，在此阶段，我们认为该指标可以基本反映国内的库存变化情况。

09 年第四季度由于开工率下降和出口的增加，国内尿素的模拟消费量从高位下降，12 月恢复到了历史同期水平，我们判断 2010 年春季由于供给大量过剩的情况并不严重，未来在春耕用肥需求的拉动下，尿素价格有望继续上涨。

随着关税上调带来出口减少，新增产能的开工运行和天然气供应的增加，都有可能带来模拟消费量的再次上涨，给尿素价格的上涨带来压力，这是我们需要密切关注的重要指标。

图 6 出口增加（右）、模拟消费量下降

元/吨



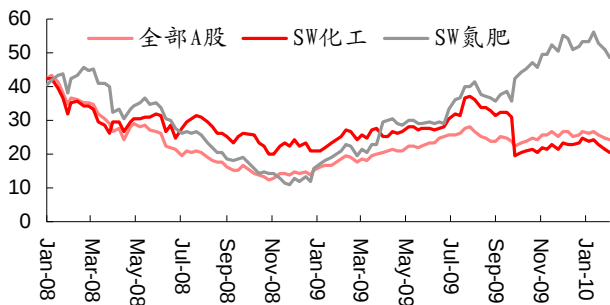
资料来源：华泰联合证券研究所

维持中性评级，推荐个性公司

我们认为 2010 年全年氮肥行业难以好转，维持行业“中性”评级。

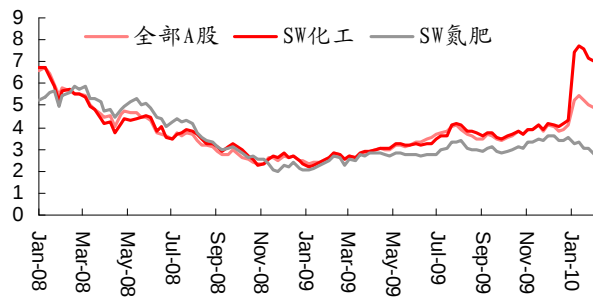
盈利的低谷时期，尿素行业 PE 估值上升到历史最高水平，PB 仍处于历史低位，行业估值处于底部。

图 7 氮肥行业 PE 达到历史最高水平



资料来源：华泰联合证券研究

图 8 氮肥行业 PB 处于历史底部



资料来源：华泰联合证券研究

季节性消费旺季成为股价的刺激因素，我们推荐可以超越行业成长的个性企业，具有多元联产技术优势的华鲁恒升、具有外延性扩张能力的湖北宜化。未来天然气价格大幅上涨幅度可能将为氮肥行业盈利带来根本性变化。

表 2、氮肥公司产能及毛利率

公司	总股本 (万股)	尿素产 能(万 吨)	权益产 能(万 吨)	每万股 产 能(吨)	每股 权益 产 能(吨)	尿素收入 09 年中期 (万元)	尿素毛 利率 09 年中期
湖北宜化	54238	250	178	46	32.8	198843	26.20%
四川美丰	49984	140	108	28	21.6	101956	19.63%
泸天化	58500	236	204	40	35	136195	29.20%
华鲁恒升	49575	110	110	22	22	104067	23.87%
柳化股份	26623	40	40	15	15	—	16.00%
建峰化工	39920	52	52	13	13	53170	40.02%
云天化	59012	76	76	12.8	12.8	51143	47.26%
辽通化工	120051	150	150	12.5	12.5	139982	40.26%

资料来源：wind、华泰联合证券研究所整理

表 3、部分氮肥公司盈利预测(截止 1 月 31 日)

公司	股价	PB	09EPS	10EPS	09PE	10PE
华鲁恒升	21.24	3.95	0.93	1.2	22.8	17.7
湖北宜化	20.85	5.44	0.41	1.0	50.85	20.9
建峰化工	18.43	3.26	0.72	1.03	25.6	17.99
云天化	24.49	3.34	-0.15	0.38	-162.3	64.4
鲁西化工	6.00	2.67	0.29	0.37	20.68	16.2

资料来源: wind、华泰联合证券研究所整理

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhzq.com