

利好黄磷，影响化肥

——西南大旱专题研究之化工篇

基础化工行业

行业点评

2010年4月8日 星期四

毛伟
021-50586660-8630
mw@longone.com.cn
执业证书编号: S0630208120082
赵献兵
zhxb@longone.com.cn
执业证书编号: S1440206070050

投资要点

□ 旱灾情况综述

2009年秋季以来，中国西南地区，即云南、贵州、广西、重庆、四川等5省份遭受严重旱灾，特别是云南、贵州和广西，旱情异常严重，部分地区甚至达到了百年一遇的情况，给当地的群众生活、工农业生产包括经济社会发展都造成了严重影响，损失十分严重。

尽管连日来部分受旱地区出现了几次不同程度的降雨，但由于雨量较小，持续时间较短，因此对于当前旱情并不会产生实质性的缓解，据气象部门监测，旱情将至少持续发展发展到4月中旬。

西南旱灾对化工行业的影响主要集中于磷化工，化肥，农药，民用爆炸品，轮胎等子行业，我们认为在中短期对磷化工和化肥影响较大，也较为直接。

□ 旱灾对于磷化工上市企业的影响偏正面

我们认为西南干旱对化工行业中影响最大的是磷化工行业；虽然影响尚未在目前产品价格中得以充分体现，但我们预计在未来几个月内西南干旱的影响将日渐显现，如干旱延续，黄磷价格有暴涨可能。干旱对磷化工上市企业的影响是偏正面的。

磷化工是西南各省的支柱产业，同时国内的磷化工行业也基本集中在西南各省。目前黄磷90%的产能集中在云南，贵州，四川，湖北四省，除湖北外，云南，贵州，四川都遭受到了干旱的影响。

磷化工受干旱的影响，主要是因为磷化工行业中的关键产物黄磷在生产过程中需要大量的电力，如以外购的火电价格生产，则目前的黄磷价格无法支撑生产成本，因此西南各省黄磷企业特别是小企业的电力来源很大程度上是依赖于水电站在丰水期的发电。

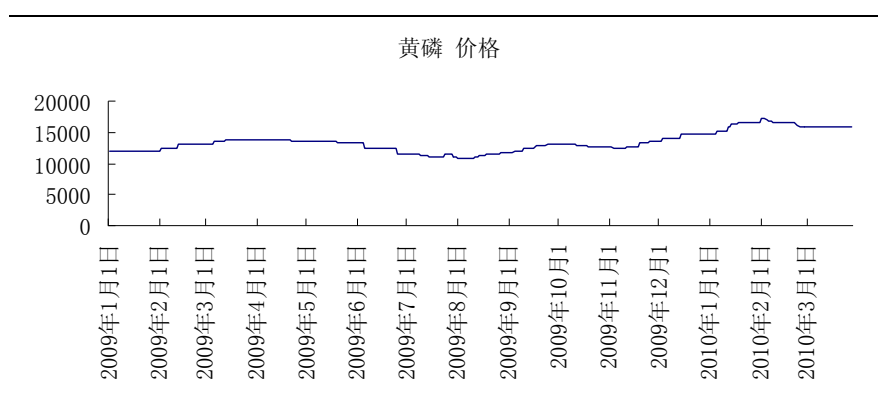
以云南为例，云南省约有70%的黄磷企业是中小企业，而其中绝大多数是利用小水电站的电力供应进行生产的，因此在枯水期行业基本处于停工状态。

联系人：顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

一般而言每年二、三季度是丰水期；一、四季度是枯水期；如照正常年份，到四月中下旬，企业开工率就会显著回升。

我们认为目前黄磷的价格平稳主要是因为现在还是传统的枯水期，黄磷的开工率在正常情况下就不会太高，四季度和一季度的黄磷销售很多都是依赖于丰水期的存货；因此虽然现在行业开工率低，但市场仍处于观望阶段。可是今年与历史情况是有较大差异的，百年一遇的旱灾使很多水电站甚至出现库区干涸的情况，因此未来即使下雨，库区蓄水短期内也难以恢复到正常水位，因此在二季度丰水期到来时，即使降雨恢复正常，我们预计发电量也将低于正常年份。此外如降水来临，则农业抢种等灾后重建工作也需耗费大量的电力，因此我们预计在上半年黄磷生产企业，特别是中小企业都将维持低开工率。我们判断目前的价格在二季度出现回落的可能性较小。如旱灾再持续一个月，当黄磷库存逐步耗尽，那最迟到4月下旬，黄磷价格将出现快速上涨。而随着黄磷价格的上涨，下游磷酸及磷化工产品的价格也将随之水涨船高；磷化工行业有望提前走出行业谷底。

图1. 黄磷价格走势



资料来源：东海证券研究所

□ 干旱如持续对区域内化肥企业影响极大，不能追逐抗旱概念

由于化肥生产和销售有一定的区域性特点，干旱对于区域内的化肥企业会有直接的影响，而该区域内化肥价格的波动又间接影响到全国范围化肥的价格。我们认为以目前的情况看，如干旱继续持续，则对区域内的化肥企业将造成极大的负面影响，对于所谓抗旱化肥概念不能追逐。

目前化肥中的抗旱概念主要是指硫酸钾，而本周硫酸钾价格也上涨 3%，但我们认为这其中炒作的成分居多。硫酸钾在实际农业生产中确实是有一定的抗旱功效，但是其作用主要在于作物种下去后，使用一定的钾肥，则之后如果天气较为干旱，则钾肥可以保护植株中的水分不宜散发。但是目前西南地区的情况是干旱已严重到无法进行春耕的程度，所以硫酸钾的作用完全无效，而另

一方面，按照西南地区的情况，如果一旦出现大幅度自然降水，则丰水期随之就到来了，到时硫酸钾也没有太大的抗旱作用，因此，我们认为该概念不值得追逐。

目前西南地区的化肥上市企业占据着化肥上市企业的半壁江山，主要包括云南云天化，云维，贵州赤天化，广西柳化，河池化工，四川泸天化，川化，美丰等等，而且上述上市公司中基本都是从事尿素或者氯化铵生产的。我们认为对区域内的化肥上市企业来讲，未来主要有两方面的不利因素：一方面是自身的产能过剩问题，而另一方面则是干旱造成区域内销售困难。

今年国内尿素出现了淡季不淡，旺季不旺的局面。春节过后，国内尿素价格并没有出现预期中的上涨，相反根据最近几周的市场价格分析，我们发现全国价格都普遍出现了小幅下跌，但其中我们也发现灾区市场平均的下跌幅度并不比其它地区大，这其中可能也有部分有价无量的因素，造成西南地区报价偏高，但尿素价格走低的主要原因还是来自于全国范围内供过于求的状况。我们测算今年国内尿素产能过剩约 1300 万吨，达到了历史新高，因此产能过剩是今年尿素企业面临的首要问题。

而干旱对区域内化肥企业的当前销售也是肯定有影响的，但是这种影响是否对上述公司全年经营业绩产生影响目前还存在着变数。我们发现历史上较大的灾害也不一定会造成化肥价格的下跌，如 2005 年云南同样大旱，尿素价格仍创出新高。我们认为如果干旱继续持续至 5 月底以后，则区域内化肥企业无疑将遭遇重大打击，但是如干旱短期内得以解除，大部分田地赶上春耕，则对化肥企业全年业绩基本没有影响，从销量上看，一方面补耕可能会加大化肥使用量，其次小幅的需求减少可以通过淡季增加出口来弥补；而价格也会随着需求的回升而有小幅反弹。从销售区域看，由于四川化肥企业在两湖及广东销售的比例较高，因此干旱对其的影响程度小于云贵及广西。

□ 干旱对轮胎，农药，民爆行业影响较小

虽然前期天胶现货和沪胶价格在干旱题材下出现一波涨幅，但是我们认为西南干旱对国内天胶价格的影响没有持续性。因为虽然云南地区是国内天胶的第二大产区，约占国内天胶产量的 35%，此次干旱约有 600 余万亩的天胶种植区绝收，但是由于国内 75% 的天胶是从东南亚进口的，因此云南省产量只占国内消费量约 8%，大约为 7 万吨左右。而从世界范围来看，今年橡胶产量预计同比将增加 50 万吨，因此从全球的总平衡分析，橡胶供给仍是增加的，而国内这部分的产量缺失完全可以通过进口来弥补。此外从历史看由于国内供给偏少，因此国内天胶价格主要受其它外盘及国内需求因素影响，而和国内供给因素几乎无关，因此干旱对天胶价格的影响短期内就会逐渐消除。

干旱对当地农药行业的影响分成两个方面，负面影响主要是干旱百年一遇，按目前情况看可能会造成当地全年播种面积减少，从而影响农药需求；正面影响主要是一般大旱之后会有大的病虫害，因此未来随着旱情的缓解，在补种过程中农药的需求有可能出现大幅上涨。从目前的情况看，我们认为减产和虫害的影响都难以预料，如干旱仍延续较长时间，则对农药的影响可能偏负面，而如果降雨短时间内到来带来春耕行情，则对农药的需求相对有利。所以我们认为干旱对农药行业的影响偏中性。依据上述判断，我们分析目前干旱对于农药上市企业业绩的影响基本可忽略不计。

如前所述，我们认为在西南干旱之后，预计当地水利工程的修建会成为一项重点工作来对待。因此工程修建将拉动区域内民用爆炸品的需求。但是虽然这方面的影响长久是偏正面的，但仍需期待政策出台，短时间内对民爆行业的基本面不会有太大的影响。

□ 旱情对化工相关上市公司的影响一览表

相关公司	相关产品	预计影响程度	主要影响分析
澄星股份	黄磷	较大偏正面	公司两大黄磷基地其中一个还处在重灾区弥勒县，但是由于公司宣威 8 万吨黄磷产能是自备火电厂，因此电力供应基本不受到旱灾的影响。而公司弥勒基地其中 70% 的电力供应来自于公司即将向大股东收购的雷打滩水电站资产。目前水电站发电仍没有恢复正常，但如果降水恢复后，弥勒基地的黄磷生产即可恢复，而无需与其它企业争电；旱灾对公司的影响相对偏正面。
兴发集团	黄磷	较大正面	公司地处湖北，受旱灾影响较小，因此一旦黄磷价格上涨，公司将是确定受益的企业。
云天化	尿素	不确定偏负面	干旱对 0 公司的影响取决于干旱是否持续；如干旱持续，对公司尿素销售的负面影响较大，如干旱状况转好，目前仍能赶上春耕季节，则影响较小。 云南省内化肥企业库存较多，公司仍正常生产，出货量较正常年份有所减少，价格低迷。
赤天化	尿素	不确定偏负面	干旱对公司的影响取决于干旱是否持续；如干旱持续，对公司尿素销售的负面影响较大，如干旱状况转好，目前仍能赶上春耕季节，则影响较小。 公司仍正常生产，尿素出货价格较平稳。受周边省市尿素高库存的影响较大，销售情况低迷。
泸天化	尿素	较小	公司尿素销售主要集中在四川，两湖，两广地区。目前干旱对公司销售和运输影响都不大。
柳化股份	尿素	不确定偏负面	干旱对公司的影响取决于干旱是否持续；如干旱持续，对公司尿素销售的负面影响较大，如干旱状况转好，目前仍能赶上春耕季节，则影响较小。
四川美丰	尿素	较小	公司尿素销售主要集中在四川，两湖，两广地区。目前干旱对公司销售和运输影响都不大。公司贵州的子公司尿素生产成本较高，销售面临困境。
诺普信	农药制剂	较小	09 年西南地区的业务占比仅为 13.62%，影响不大。同时干旱对公司的影响取决于干旱是否持续。如果西南出现较大规模的虫害，则对公司的农药制剂销售形成利好，如果西南地区今年耕种面积大幅下降，则西南地区的销售量将下降。
久联发展	民爆	较小偏正面	从长期而言，由于旱灾将促进当地水利工程建设，带动当地民用爆炸品的需求增长，因此对公司的影响偏正面。但是从灾后政策出台，具体立项到开工建设所需时间较长，因此目前对公司的影响较小。

资料来源：东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

毛伟, 基础化工行业分析师, 浙江大学高分子系学士, 中国科学院化学研究所博士。

重点跟踪企业:

新安股份, 华鲁恒升, 烟台万华, 建峰化工, 巨化股份, 诺普信, 东华科技, 友利控股。

赵献兵, 基础化工首席行业分析师, 经济学硕士, 高级经济师, 曾就职六国化工(600470)8年, 中信建投证券研发部8年。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
中性	In-Line:	预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
回避	Cautious:	预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来6个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来6个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来6个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦11层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122