

2010-08-22

行业研究 / 跟踪报告

化工

增持/ 上调评级

化肥刚性需求恢复

—上调行业评级至“增持”

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000208110160
+755-82493656 xiaohui@lhqz.com

联系人

陈小鹭

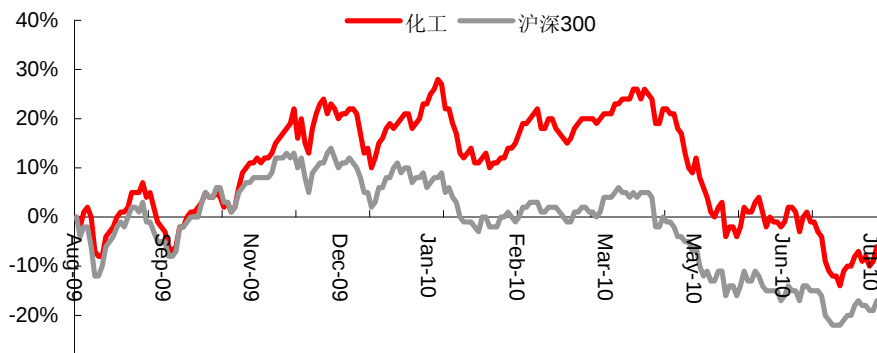
+755-82125084 chenxiaolu@lhqz.com

赵森

+755-82368536 zhaosen@lhqz.com

- 2010/2011 全球化肥需求将得到回复，我们将化肥行业的评级由“中性”上调至“增持”。在氮、磷、钾三个子行业中，我们推荐的顺序依次为磷化工、钾肥、磷肥、氮肥。重点关注兴发集团、盐湖钾肥、冠农股份和湖北宜化。
- 化肥的刚性需求将逐渐恢复。08/09 年受危机影响，农民种植收益下降，绝大多数国家农民减少或推迟农资投入，导致氮磷钾需求均出现下降，这种现象非常罕见。我们预测 11 年全球 NPK 需求分别增长 3.3%、5.1%、7.8%。增长动力主要来自中国、印度、巴西等发展中国家单位施肥量的提高。IFA 预测 11 年 NPK 需求将分别增长 1.9%、13.2%和 20.6%，磷和钾肥需求大幅超过我们预测。
- 10 年受天气影响，全球粮食减产，俄罗斯限制出口进一步推高粮食价格，我们认为农产品价格上涨会进一步刺激化肥需求。历史数据表明，农产品价格与化肥的施用量存在短期的正相关关系。
- 全球化肥库存都处于较低水平。10 年上半年北美氮磷钾库存低于 5 年平均水平。国内氮肥、磷肥库存逐渐（模拟消费量：消费量+库存=产量-净出口，淡季表现为库存）下降，国内钾肥 7 月港口库存约 130 万吨，处于历史较低水平。
- 11-13 年全球磷肥开工率将达 80%，仅低于 08 年 85%。受出口关税影响，国内磷化工将分享全球磷肥景气，磷肥行业在低关税期受益。由于国内磷矿石资源从分散走向集中，具备资源优势的磷化工企业受益最大。
- 短期看钾肥供应高度垄断的格局下，价格受需求拉动明显。但是长期看中国需求国自身产能的增长，将弱化现有的供给垄断格局，中长期内钾肥行业将由集中走向分散，钾肥生产企业过高的毛利水平也将有所降低。
- 我们预计 10 年全球天然气总体形势较为平稳，在目前 6\$/MMBtu 天然气价格下国内尿素成本不具优势。同时国内尿素停产企业存在副产的可能，价格难以大幅上涨。国际天然气价格超过 7\$/Mmbtu 时，国内煤头尿素将显示成本优势。

最近 52 周股价表现



请参见尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目录

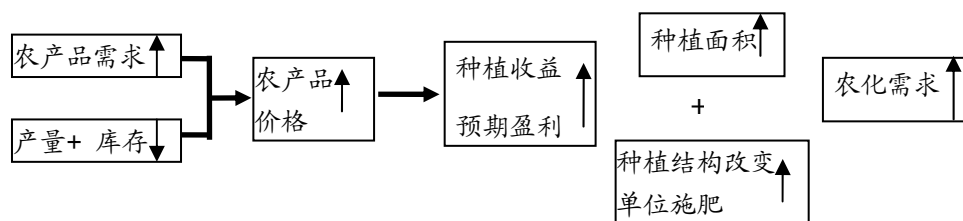
化肥刚性需求恢复，上调行业评级至“增持”	3
化肥增长动力来自发展中国家	3
我们预计 10/11 年全球化肥需求量将恢复至危机前水平	3
08/09 年全球化肥需求罕见下降	4
美国用肥需求平稳	5
发展中国家用肥尚有增长空间	6
播种面积稳定	6
单位施肥量增长空间较大	6
全球化肥库存较低	8
美国化肥库存下降	8
国内库存压力减少	9
农产品价格上涨将进一步刺激化肥需求	9
粮食价格与次年播种面积正相关	9
粮食价格与次年化肥需求正相关	10
农产品价格上涨将是 10 年下半年主基调	10
天气原因导致全球粮食减产，俄罗斯出口禁令推高涨势	11
库存低位决定谷物价格坚挺	11
国内化肥行业投资逻辑	12
磷肥需求旺盛，将带动磷化工行业景气	13
全球磷肥开工率提高	13
Mosaic 近期被要求限产	14
国内磷化工将充分收益全球磷肥景气	14
国内磷肥行业将表现滞后	15
钾肥需求主导价格	15
钾肥与磷铵价差扩大，价格优势已显现	16
国内尿素目前成本不具优势，行业前景不乐观	16
国际天然气价格平稳	17
国内低开工率下难以大涨	17
投资建议	18

化肥刚性需求恢复，上调行业评级至“增持”

08/09 年受危机影响，农民种植收益下降，绝大多数国家农民减少或推迟农资投入，导致氮磷钾三大化肥需求均出现下降，这种现象非常罕见。化肥的刚性需求将逐渐恢复。

我们将化肥行业的评级由“中性”上调至“增持”。在氮、磷、钾三个子行业中，我们推荐的顺序依次为国内磷化工、钾肥、国内磷肥、氮肥。重点关注兴发集团、盐湖钾肥、冠农股份和湖北宜化。

图 1、农产品与农化需求关系



资料来源：IFA、华泰联合证券研究所

化肥增长动力来自发展中国家

我们预计 10/11 年全球化肥需求量将恢复至危机前水平

在全球化肥消费量中，北美、东亚和南亚是消费量最大的三个地区（NPK：77%、69%、59%）。其中美、中、印在各个地区占比分别高达 80-90%。

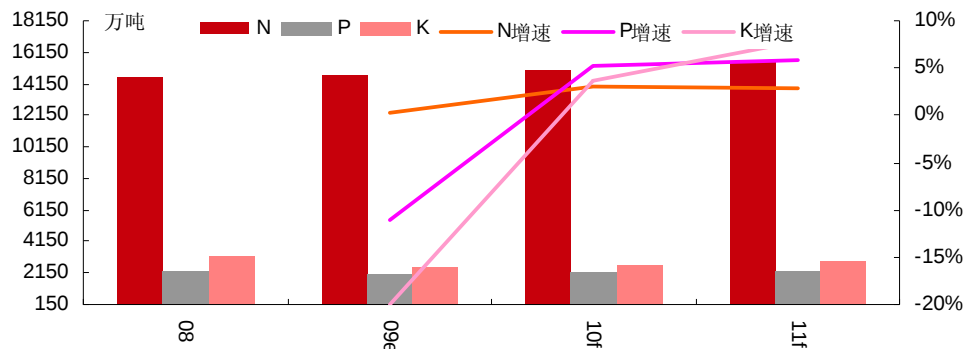
我们预测全球化肥需求增长中，10 年 NPK 分别增长 3.1%、4.3%、4.1%，11 年为 3.3%、5.1%、7.8%。与 08 年相比，除氮肥增长 7%外，P 和 K 分别下降 2%和 10%。

图 2、全球主要国家化肥需求增速预测思路

北美/美国	单位用量：N 稳定增长 P、K 大幅下降低于 5 年平均	将获得恢复性增长
东亚/中国	N 使用比例高 P、K 单位用量低于美国高点	P、K 增长空间至少 20%
南亚/印度	N、P 单位用量低于美国高点 K 单位用量大幅低于美国	N、P 有 20%空间， K 高达 70%

资料来源：IFA、华泰联合证券研究所

图 3、我们预测 10 年、11 年化肥消费增速



资料来源：POT, IFA, 华泰联合证券研究所

IFA 预测 10 年全球氮肥需求增长 3.1%，磷肥需求将增长 7.2%，同时钾肥需求小幅下降，11 年度氮肥需求增加 1.9%略低于我们预测，磷肥和钾肥的增速将分别达到 13.2 和 20.6%，均大幅高于我们的预期。

表 1、预测 10 年、11 年化肥消费增速与 IFA 预测数据

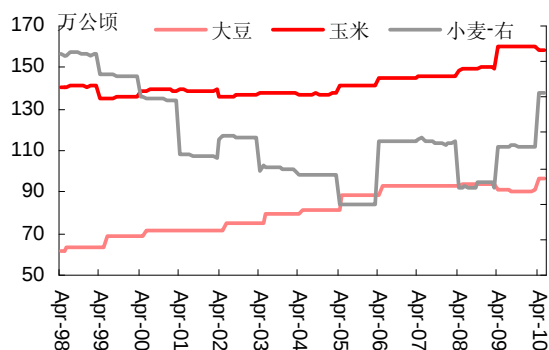
	尿素（折 N）	磷肥（折 P2O5）	钾肥（折 K2O）
08	68.12	23.49	32.41
09 (e)	68.32	20.91	25.93
10 (e)	70.44	21.8	25.93
变化	3.1%	4.3%	4.1%
IFA 预测 10 年增速	3.1%	7.2%	-4.4%
11 (f)	72.8	22.92	29.1
变化	3.3%	5.1%	7.8%
IFA 预测 10 年增速	1.9%	13.2%	20.6%

资料来源：POT, IFA, 华泰联合证券研究所

08/09 年全球化肥需求罕见下降

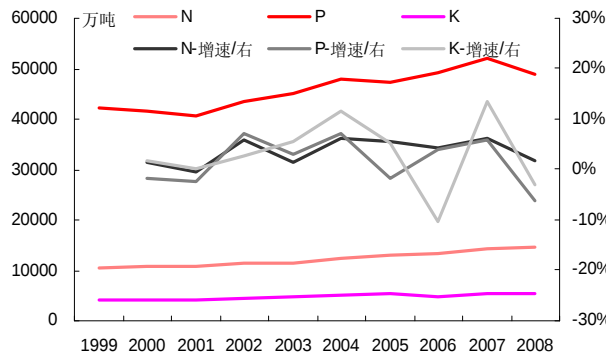
08/09 年度，由于种子和氮肥需求相对缺乏弹性，农民对磷肥、钾肥以及植物保护产品的用量削减幅度较大，IFA 预计全球氮肥、磷肥和钾肥消费分别下滑 1.8%、11 % 和 20%。随着经济复苏，为保持或改善土壤肥力，农民正在恢复购买磷肥和钾肥。

图 4、全球粮食播种面积



资料来源：华泰联合证券研究所

图 5、全球化肥用量



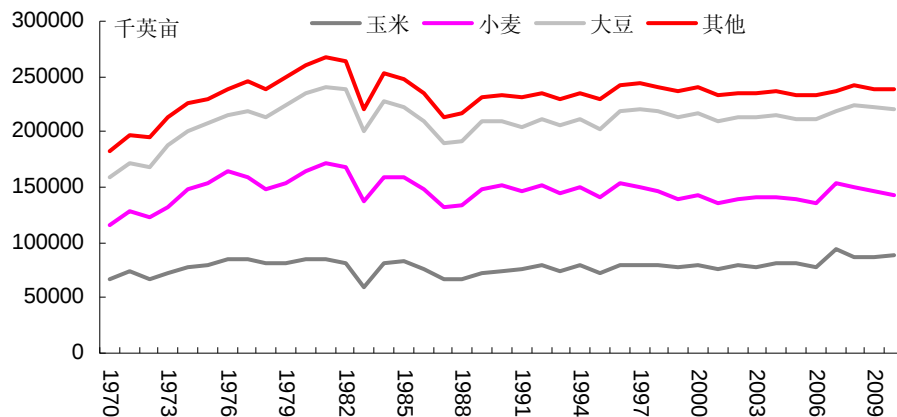
资料来源：华泰联合证券研究所

美国用肥需求平稳

美国总用肥量增长较缓慢，其中氮肥持续增长，磷和钾较为稳定，主要原因是土壤中氮容易流失、而磷钾肥容易被土壤中金属离子固定。

美国粮食播种面积已经进入稳定阶段，09 年度，美国粮食播种面积同比下降 1%，10 年下降 0.25%。我们预计受 10 年较好的种植收益影响，11 年美国粮食播种面积将小幅反弹 1.3% 达到 08 年 2414 百万英亩的水平。

图 6、美国粮食播种面积进入稳定



资料来源: POT, IFA, 华泰联合证券研究所

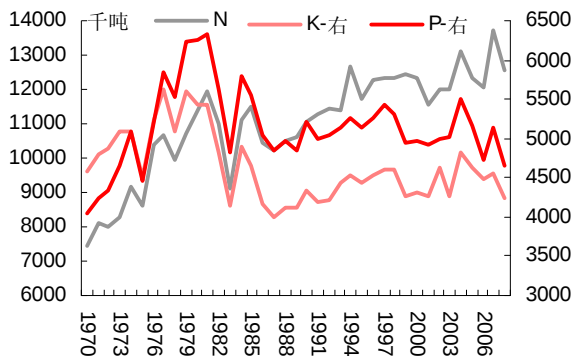
在单位使用量方面，美国 P、K 已经过高峰，进入维持土壤肥力的阶段，08 年危机甚至使 P、K 单位用量大幅下降，低于历年平均水平。我们预计 10-11 年美国 N、P、K 的单位施肥量将逐渐恢复至 2004-2008 五年平均水平。11 年总用量将分别增长 3.4%、5.61%、9.34%，达到 07 年的水平。

表 2、美国单位用肥和总用量预测

吨/英亩	N	增速	P	增速	K	增速
04-08 年平均	0.054		0.021		0.0193	
09	0.052	0.00%	0.019	0.00%	0.0176	0.00%
10	0.053	1.87%	0.020	0.052	0.0180	2.58%
11	0.054	2.04%	0.021	4.21%	0.0190	7.89%
11 年总用量 (千吨)	13,057	3.41%	4,654	5.61%	5,157	9.34%

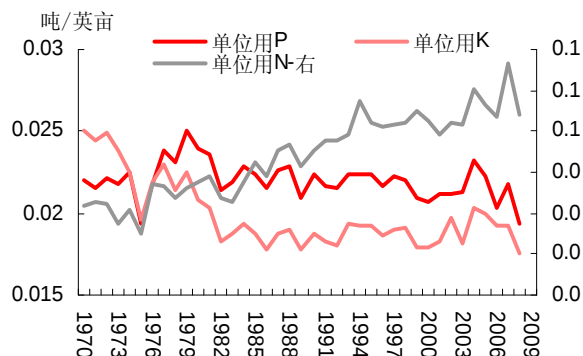
资料来源: IFA, 华泰联合证券研究所

图 7、美国历年总用肥量



资料来源：华泰联合证券研究所

图 8、美国历年单位施肥量



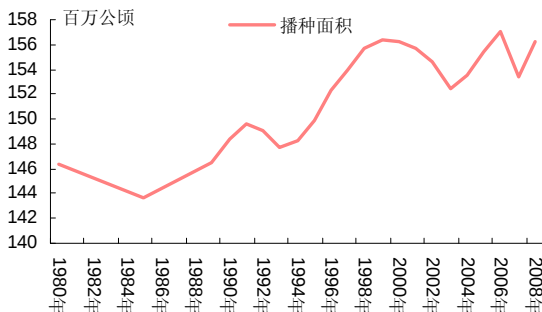
资料来源：华泰联合证券研究所

发展中国家用肥尚有增长空间

播种面积稳定

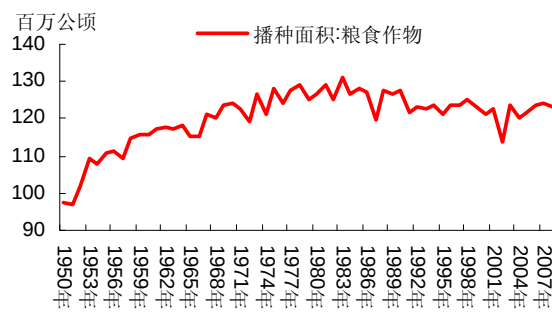
发展中国家粮食播种面积近年也已经较为稳定。中国粮食播种面积除了 07 年下降以外，近 5 年平均增长 1% 左右。印度粮食作物播种面积 08 年下降 0.7%，近 5 年平均增长 0.05% 左右，预计这两个地区 10、11 年播种面积将保持稳定，化肥用量的增长主要来自单位施肥量的提升。

图 9、中国农作物播种面积保持稳定



资料来源：华泰联合证券研究所

图 10、印度粮食播种面积已经趋于平稳



资料来源：华泰联合证券研究所

单位施肥量增长空间较大

由于优先发展氮肥的政策，中国氮肥单位施用量超过美国，08 年 N 肥单位用量下降 1.5%，09 年消耗同样低迷，预计 11 年将小幅恢复至 07 年水平。

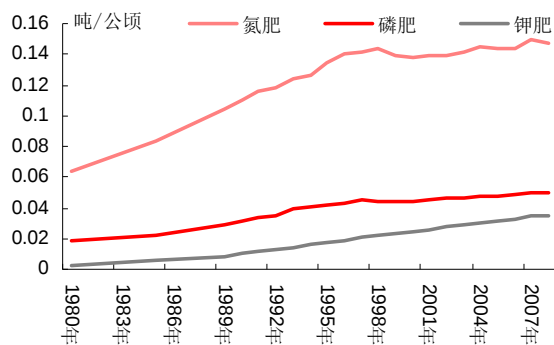
国内磷肥和钾肥单位施用量与美国经历过的最高单位用肥水平相比，只有其 80% 和 56%，仍有超过 20% 的增长空间。我们预计到 11 年国内磷肥单位用量将达到其 86%，而钾肥将增长至 65% 以上。11 年全国 N、P、K 总用总用肥量分别增长 3%、4.5%、6.5%，均高于 08 年危机前水平。

表 3、中国化肥单位和总用量预测

吨/公顷	N	增速	P	增速	K	增速
04-08 年平均	0.146		0.049		0.033	
09	0.147	-0.30%	0.051	2.00%	0.036	4.00%
10	0.151	2.50%	0.052	3.00%	0.038	5.00%
11	0.154	2.50%	0.055	4.00%	0.040	6.00%
11 年总用量（千吨）	24,364	3.01%	8,609	4.52%	6374	6.53%

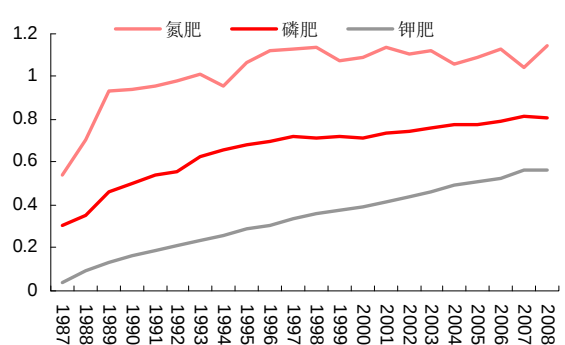
资料来源：中国国家统计局、USDA、华泰联合证券研究所

图 11、中国单位施肥量：氮肥稳定，磷和钾增长



资料来源：华泰联合证券研究所

图 12、中国单位施肥量占美国比例：PK 还有一定空间



资料来源：华泰联合证券研究所

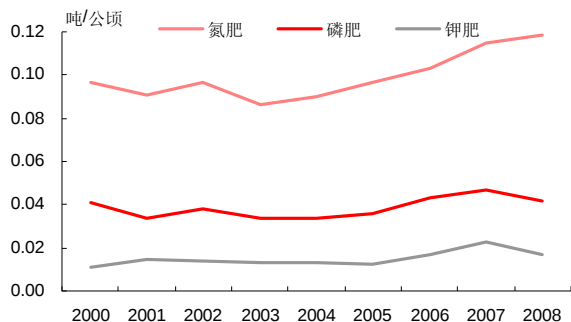
印度的单位施肥量远远低于美国水平，尤其磷肥和钾肥。其 NPK 分别只有美国高峰时的 90%、70%和 30%，增长空间巨大。如果印度 11 年 NPK 单位施肥量分别达到美国高峰时的 98%、79%和 34%，则 11 年其化肥总消费量将分增长 4%、7.5%、10.6%。

表 4、印度化肥单位和总用量预测

吨/英亩	N	增速	P	增速	K	增速
04-08 年平均	0.104		0.040		0.016	
09	0.120	1.50%	0.044	5.00%	0.018	5.00%
10	0.124	3.40%	0.046	5.00%	0.019	8.00%
11	0.129	3.57%	0.049	7.00%	0.021	10.00%
11 年总用量（千吨）	16,040	4.09%	6,083	7.53%	2,635	10.55%

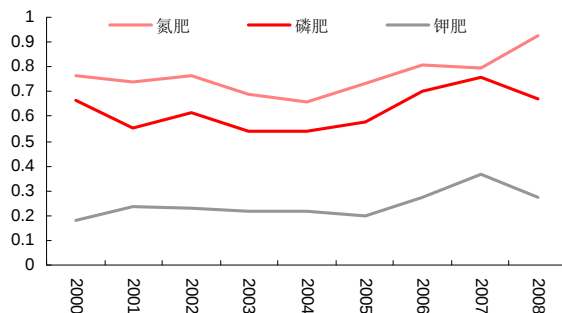
资料来源：中国国家统计局、USDA、华泰联合证券研究所

图 13、印度单位施肥量增长，08 年磷和钾下滑



资料来源：华泰联合证券研究所

图 14、印度国单位施肥量占美国比例：K 肥空间较大



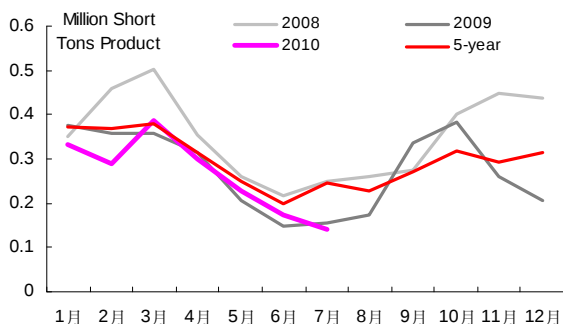
资料来源：华泰联合证券研究所

全球化肥库存较低

美国化肥库存下降

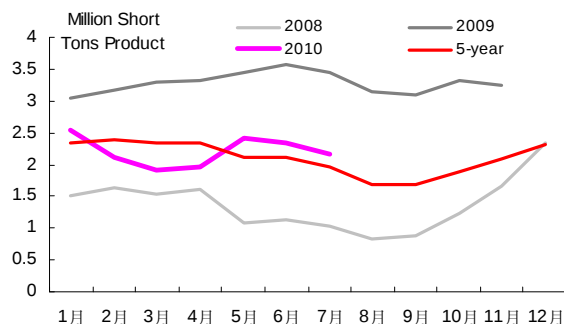
10 年上半年以来，美国国内化肥库存均低于近 5 年平均水平，尤其是其中磷肥库存保持低位，直至 6 月份中国淡季低关税下出口大幅增加，带来了国际化肥库存的回升，美国国内库存量开始有所上升。

图 15、美国氮肥库存同比下降



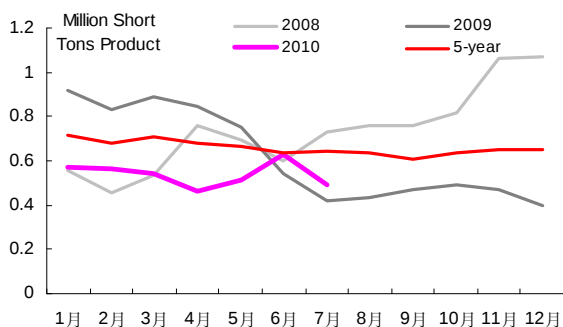
资料来源：华泰联合证券研究

图 16、美国钾肥库存恢复历年水平



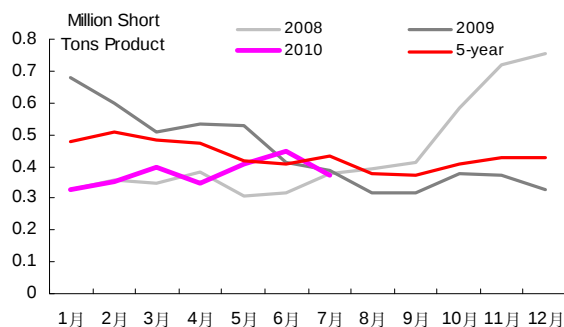
资料来源：华泰联合证券研究

图 17、美国 DAP 库存同比下降



资料来源：华泰联合证券研究

图 18、美国 MAP 库存同比下降



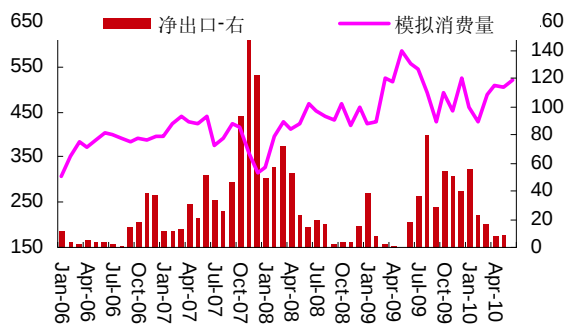
资料来源：华泰联合证券研究

国内库存压力减少

在我们之前报告中指出，模拟消费量在淡季可以表征为国内渠道的库存量，09 年高企的库存与 10 年低迷的需求导致了市场价格愁云惨淡。6 月国内尿素库存比小幅上涨 2.6%至 520 万吨，同比下降 6.5%，连续第 5 个月下降，供给的短期压力相对减弱。

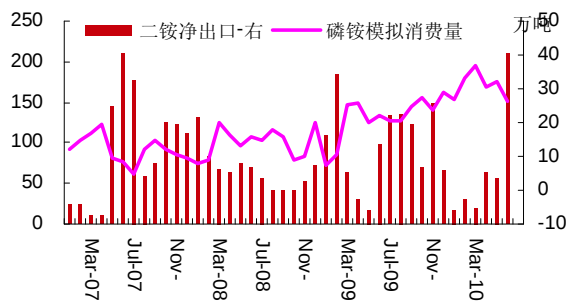
6 月份淡季关税下大量出口导致磷铵库存开始下降，环比下降 14%。上半年国内进口钾肥 251 万吨，据中华商务网统计 7 月港口库存约 130 万吨，处于历史较低水平，盐湖钾肥库存 100 万吨左右，冠农 10 万吨左右。

图 19、国内氮肥模拟消费量同比下降



资料来源：华泰联合证券研究

图 20、出口增加导致国内磷肥模拟消费量同比下降



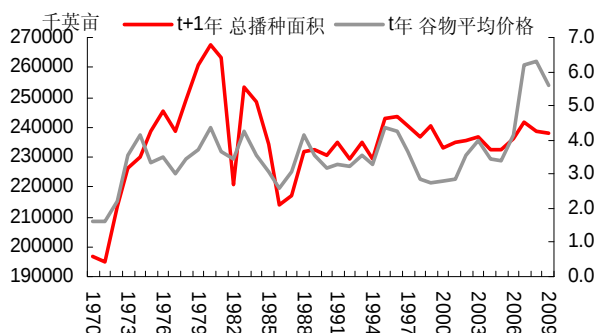
资料来源：华泰联合证券研究

农产品价格上涨将进一步刺激化肥需求

粮食价格与次年播种面积正相关

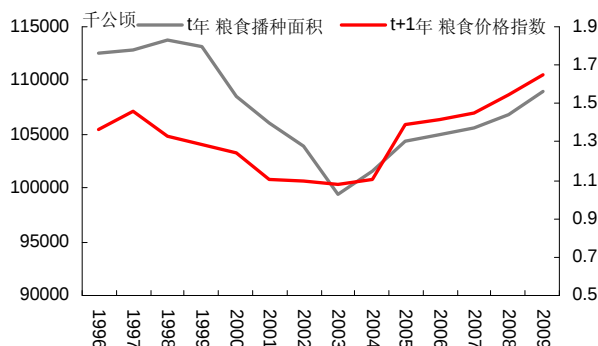
我们选取美国 1970 年以来谷物平均价格与粮食总播种面积作比较，总体上看，美国农作物播种面积已经进入较为稳定的时期，长期趋势较为稳定，但是短期受粮食价格影响波动：t 年粮食价格水平会影响 t+1 年播种面积。我们预计 10 年下半年农产品牛市将带来 10/11 年农产品播种面积的增加。

图 21、美国粮食价格与次年播种面积关系



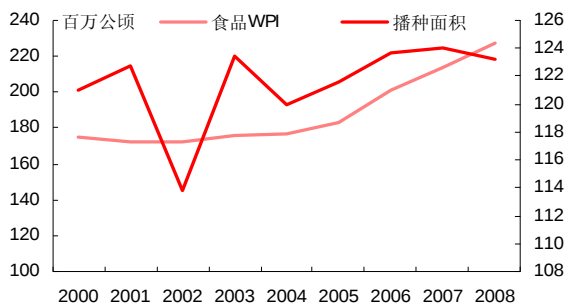
资料来源：USDA、华泰联合证券研究所

图 22、中国粮食价格与次年播种面积关系



资料来源：USDA、华泰联合证券研究所

图 23、印度粮食价格与次年播种面积关系

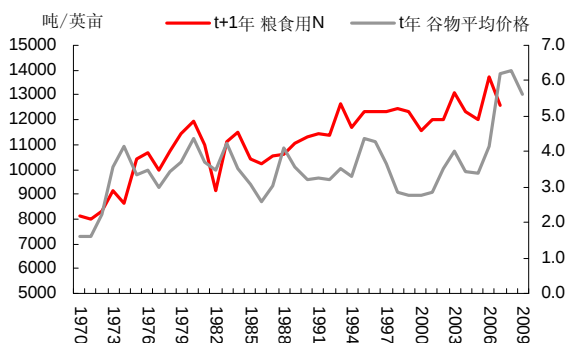


资料来源：USDA、华泰联合证券研究所

粮食价格与次年化肥需求正相关

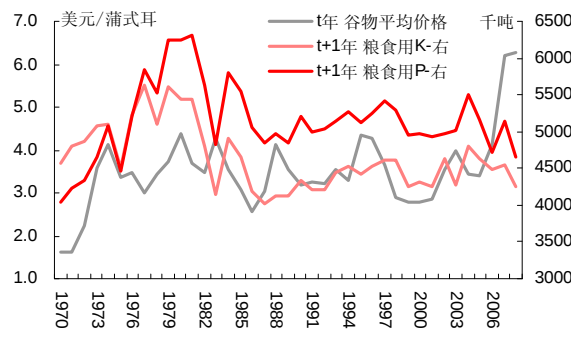
除了播种面积，我们发现美国每年谷物价格与次年 NPK 总用来短期波动存在一定的相关性。只有在 08 年的时候由于受经济危机影响，P 和 K 肥用量出现大幅下降。

图 24、美国粮食价格与次年氮肥用量



资料来源：USDA、华泰联合证券研究所

图 25、美国粮食价格与次年磷、钾肥用量



资料来源：USDA、华泰联合证券研究所

农产品价格上涨将是 10 年下半年主基调

09 年以来，国际大宗商品价格纷纷反弹，农产品的价格相对其他大宗商品的价格仍处于相对低位。10 年受天气影响，全球粮食减产，将进一步推高粮食价格，农民种植收益获得提升，从而增强 10/11 年的种植意愿和种植投入。

天气原因导致全球粮食减产，俄罗斯出口禁令推高涨势

表 5、2010 年全球粮食减产普遍

时间、来源	地区	原因	影响
10 年 6 月以来	俄罗斯	部分地区出现了 130 年以来最严重的高温干旱天气。高温和山火导致约 9 万平方公里的农作物被毁	截至 8 月 5 日，已有 28 个地区遭受旱灾，7 个地区因森林大火肆虐宣布进入紧急状态，大火还烧毁了部分农田，令俄罗斯粮食作物，特别是小麦作物的减产趋势加剧，亩产量从去年的 2.78 吨减少到 2.22 吨。专家估计，于去年相比，俄罗斯今年粮食将减产 20% 左右。
《欧盟动态》 7 月 26 日报 道	欧洲	最近几周连续的高温干旱天气严重影响了当地农业生产，导致	谷物价格不断上涨，并且可能抬高面粉价格。由于缺草，农场饲料价格也出现上涨趋势。三周内，欧洲谷物价格上涨了大约 25%，上周五巴黎市场小麦价格达到每吨 178 欧元。
8 月 8 日	泰国	遭遇近 20 年最严重干旱	预计 8 月可收获大米 200 万吨，比预期的 500 万吨减产 60%
7 月国家统计局	中国	受春季北方低温天气及西南地区干旱影响，中国夏粮结束连续 6 年增产	，10 年全国夏粮总产量为 12310 万吨（2462 亿斤），比上年减少 39 万吨（8 亿斤），减少 0.3%。入夏后南方大面积暴雨洪水灾害进一步加剧了粮食种植困难，预计全年减产幅度更大。

资料来源：网站报道、FAO、华泰联合证券研究所

为抑制俄国内粮食价格上涨，保证牲畜蓄栏量，为明年建立粮食储备，。俄罗斯总理普京 8 月 5 日宣布，将临时禁止小麦、混合麦、大麦、黑麦和玉米等农产品出口，这一措施将于今年 8 月 15 日至 12 月 31 日期间有效。

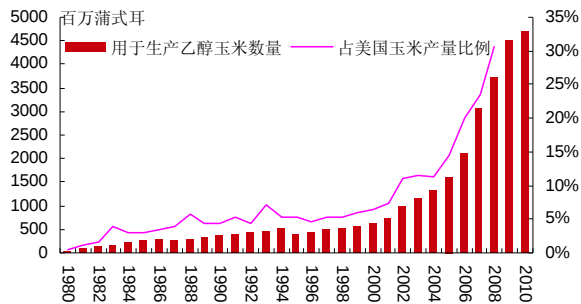
受其影响芝加哥期货交易所小麦期价 5 日以 7.8575\$/蒲式耳涨停价报收，创 23 个月以来新高，并带动玉米期价一度触及 13 个月以来高点。当日小麦 9 月合约暴涨 60 美分收于 7.8575\$/蒲式耳，涨幅 8.27%。玉米 12 月合约上涨 3 美分，收于 4.18 美元/蒲式耳，涨幅 0.7%，盘中一度触及每蒲式耳 4.39 美元，为 09 年 6 月以来高点。大豆 11 月合约上涨 4.75 美分，收于每蒲式耳 10.29 美元，涨幅为 0.5%。

俄罗斯是世界最大的小麦出口国之一，其禁止出口会带来实质性影响，预计 10 年全球粮食供给将面临紧缩。

库存低位决定谷物价格坚挺

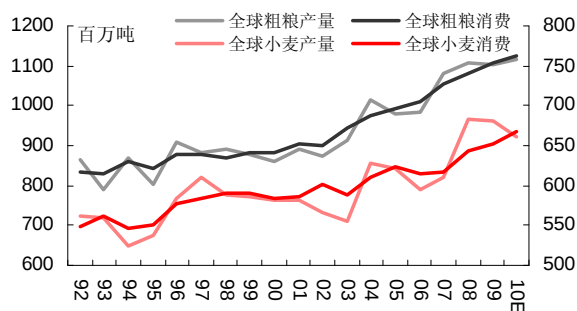
在国际油价保持在 80 美元/桶高位震荡背景下，美国和巴西生物能源发展速度并没有减退，如果由于经济下滑造成全球粮食消费仅略有增加，则 2009 年全球产量将与 2009/10 年度的需求相匹配。

图 26、美国玉米制乙醇产量稳步增长



资料来源：华泰联合证券研究所

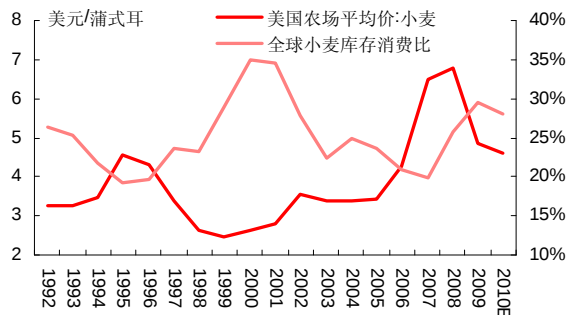
图 27、全球谷物产销平衡



资料来源：USDA、华泰联合证券研究所

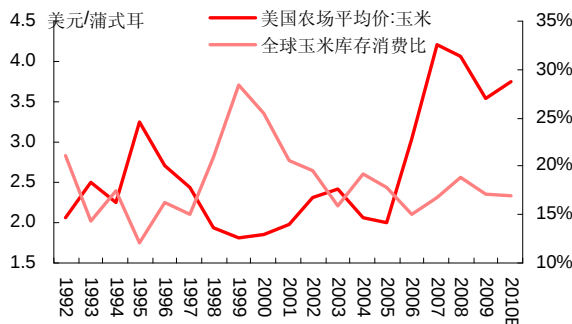
比较全球谷物库存消费比和农产品价格，我们可以发现两者之间呈反向关系。USDA 和 FAO 预计未来五年粮食库存不会出现大幅增长，中期粮食价格有望维持强势，带动化肥需求。

图 28、全球小麦库存 09 年上升，价格下降



资料来源：USDA、华泰联合证券研究所

图 29、全球玉米库存持续低位，价格高企



资料来源：USDA、华泰联合证券研究所

国内化肥行业投资逻辑

氮、磷、钾都属于全球定价属性，随着国内磷肥出口关税提高，国际磷肥和磷酸盐产品价格将明显上涨，国内磷化工企业将直接受益。待 4 季度北半球冬季备肥阶段，国际需求恢复将带动钾肥价格上涨，国内钾肥价格也将跟随上涨。而国内对氮、磷进行了季节性出口关税政策限制了出口，从而使国际磷肥和氮肥价格向国内只能部分传导。我们推荐的顺序依次为国内磷化工、钾肥、国内磷肥、氮肥。

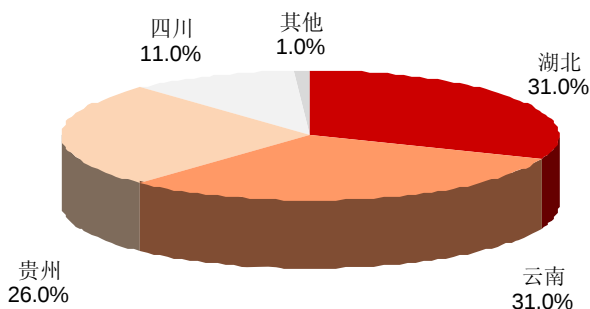
- 2011-2013 全球磷肥开工率将达到 80%，是仅低于 2008 年 85% 的第二高开工率。受出口关税政策影响，国内磷化工将分享全球磷肥景气，磷肥行业会在低出口关税期受益。

长期来看，磷的集中度逐渐提高，资源属性正在被认识。国内磷主要分布在云南、贵州、四川、湖北四省，2004 年以来由当地政府主导、区域大型国有企业为主体的磷矿石行业整合已经完成。当前拥有磷矿石资源的企业纷纷投资建设磷肥项

目，磷化工行业的竞争格局将发生重大转变，大型企业通过激烈竞争挤出没有资源的企业，行业集中度将大幅提高。

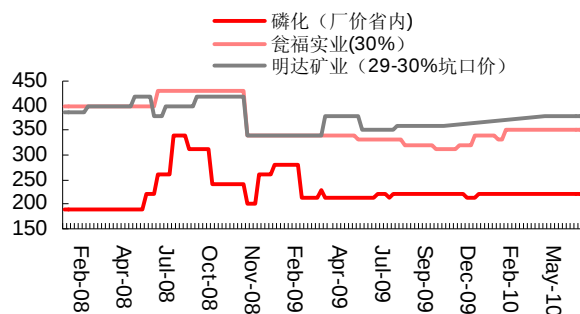
- 短期看钾肥供应高度垄断的格局下，供应商通过调节开工率保持较高的价格，钾肥需求一旦恢复，价格将明显上涨。但是长期来看，钾肥新增产能，尤其是中国等钾需求国自身产能的增长，将弱化现有的供给垄断格局，中长期内钾肥行业将由集中走向分散，钾肥生产企业过高的毛利水平也将有所降低。
- 全球天然气价格决定国际尿素价格。天然气价格在 7 美元/百万热量单位以上，国内煤头尿素将显示成本优势。

图 30、国内磷矿石集中度较高



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 31、国内磷矿石价格坚挺



资料来源: Bloomberg, 化工在线, 华泰联合证券研究所

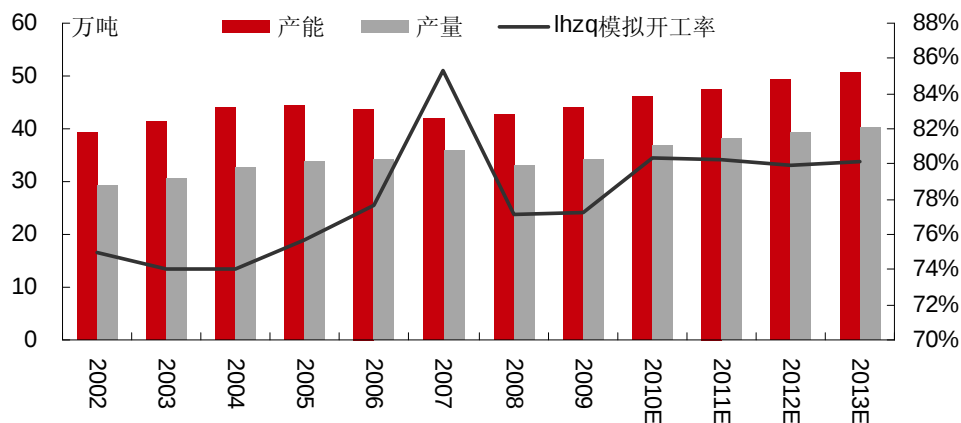
磷肥需求旺盛，将带动磷化工行业景气

全球磷肥开工率提高

IFA 与 Mosaic 预计 10 年全球磷肥需求将较 09 年有 8.8% 和 9.0% 的增长, PotashCorp 则乐观认为增长率可以到达 16%，我们取 9% 作为 10 年国际磷肥增长率预测水平，则开工率将达到 80%，仅次于 07 年 85% 开工率水平，且景气可以持续至 2013 年。

9 月 1 日至 10 月 15 日中国实行磷肥 110% 出口关税，我们测算届时国际（剔除中国）磷肥开工率将达到 90% 以上，更会刺激国际磷肥供应紧张。

图 32、10 年起国际磷酸开工率将保持较高水平



资料来源: IFA, MOS, POT, 华泰联合证券研究所

Mosaic 近期被要求限产

这种产能的潜在减少没有在我们的考虑之内。2010 年 7 月 30 日美国佛罗里达中区法院因环保等原因，初裁禁止了 Mosaic 公司 South Fort Meade(SFM)磷矿的联邦湿地许可证(该许可是 Army Corps of Engineer 在 2010 年 6 月 14 日颁发给 Mosaic 的)。公司将在 2010 年 9 月 12 日停止这个矿的运行，直到更详尽的评估完成，公司 SFM 磷矿向 Hardee 郡扩张的计划被迫停止。

SFM 矿是世界上开采效率最高的矿之一，地跨美国佛罗里达州 Polk 和 Hardee 两郡，公司自 1995 年已经开始在 Polk 郡一侧采矿，目前该区域接近枯竭。Hardee 郡一侧磷矿储量约为 4800 万吨，按照年产 500-600 万吨水平，还约可采十年。

公司自己评估最坏的情况是如果 SMF 矿被持续禁采，2011 上半年之前，公司现有储备磷矿石及可采矿石生产能力可以基本维持公司现有磷肥产量水平；2011 下半年公司磷肥产量将减少 100 万吨左右（公司半年的磷肥产量一般在 500 万吨左右）。公司可以采用外购矿石（例如从秘鲁的合资公司等）的方式减轻对生产的影响，但是这要根据具体的市场状况等决定。

国内磷化工将充分收益全球磷肥景气

全球磷肥行业需求旺盛有利于提高国内食品级磷酸盈利，国际湿法磷酸路线上游磷矿石和硫磺的价格上涨，精细磷酸（盐）成本大幅提高。国内矿石上涨幅度较小，电力价格基本稳定，热法磷酸路线成本优势体现，国内精细磷酸（盐）竞争力提高。国内生产精细磷酸盐的企业（兴发、澄星）因为产品可以自由贸易而直接受益。

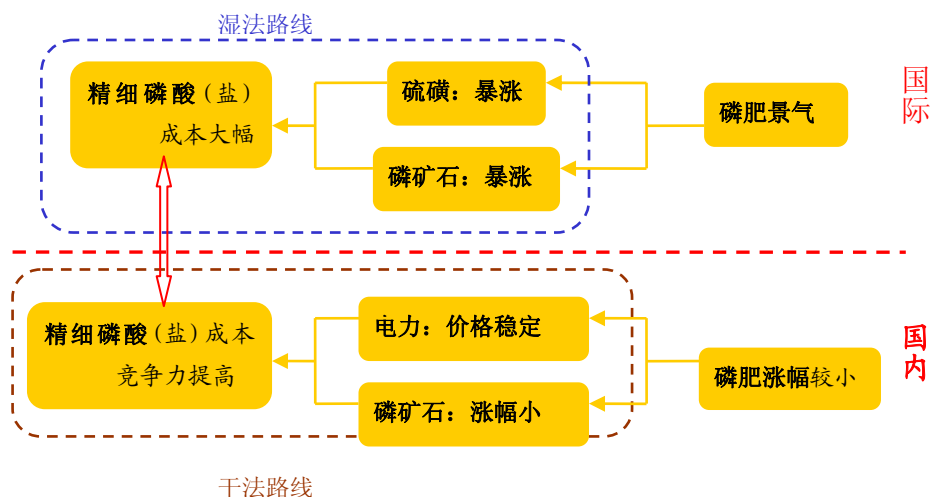
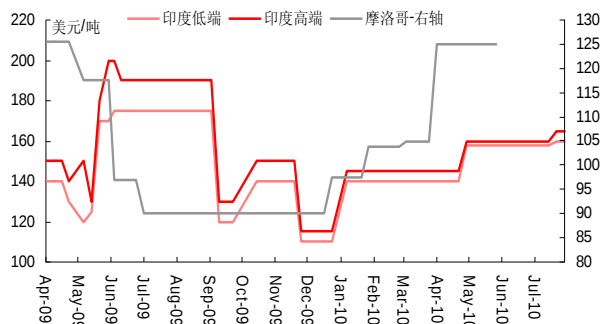
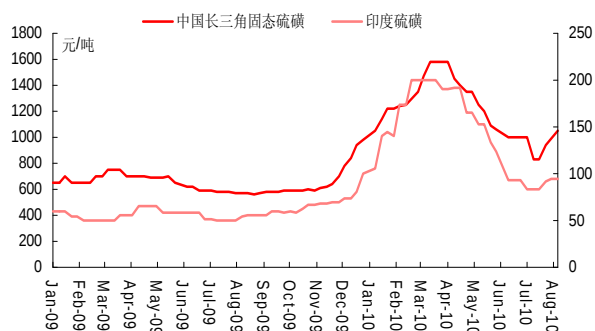


图 33、国际磷矿石价格年内上涨



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 34、硫磺价格因磷肥需求旺盛, 再显上涨趋势



资料来源: Bloomberg, 化工在线, 华泰联合证券研究所

国内磷肥行业将表现滞后

受进出口关税政策影响, 我们预计国内磷肥将在 Q4 增加出口后产量增长、价格上涨, 进而拉动国内磷矿石需求, 国内磷矿石价格有望小幅上涨。

国内磷肥出口关税对国际磷肥的影响可以从北美 2010H1 库存变化中体现。北美磷铵库存持续低于历史平均水平, 年初价格上涨 40% 后稍回落, 6 月再次上涨。中国淡季关税下, 6 月出口 40 万吨, 国际供应紧张得以缓解, 7 月北美库存再次下滑至 5 年平均水平下 24%。

表 6、2010 年磷肥出口关税税率

月份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
出口关税	7%	35%	35%	35%	35%	7%	7%	7%	35%	35-7%	7%	7%
特别关税	0%	75%	75%	75%	75%	0%	0%	0%	75%	75-0%	0%	0%
总关税	7%	110%	110%	110%	110%	7%	7%	7%	110%	110-7%	7%	7%

资料来源: 中国政府网, 华泰联合证券研究所整理

钾肥需求主导价格

钾肥供应高度垄断, 北美及前苏联地区的 7 家公司垄断全球 85% 的生产, 这种供给格局下, 虽然钾通常处于供过于求状态, 但依然可以保持较高的价格和毛利水平 (产能过剩, 供应商通过调节开工率保持较高的价格)。由于垄断供应商对价格的控制能力, 钾肥需求一旦恢复, 价格将明显上涨。

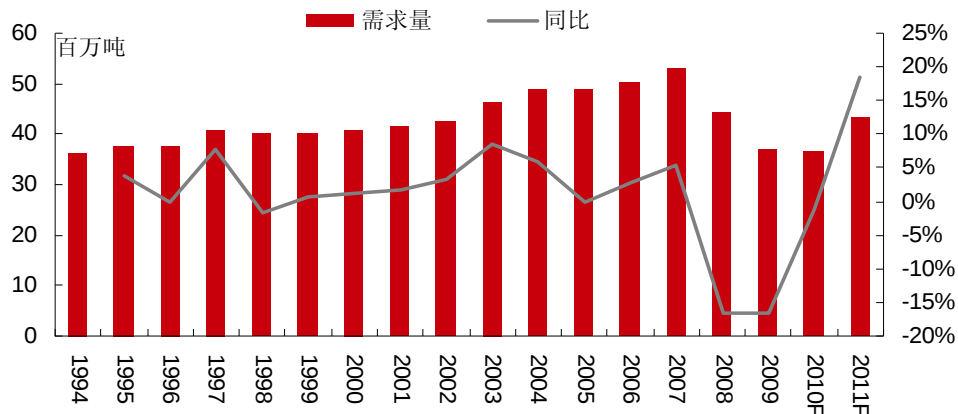
钾肥国际定价, 短期钾肥行业垄断优势难以打破, 待 4 季度北半球冬季备肥阶段, 国际需求恢复、价格上涨后, 国内钾肥价格也将跟随上涨。

需求恢复快速

IFA 预测 2010/11 年度钾肥消费量将较 2009/10 年度有 18.4% 的增长。09 年全球钾肥消费较 08 年下降 20%, IFA 预计 2010 年由于干旱、洪水等自然原因消费量继续同

比下滑 1.2%。

图 35、钾肥需求量将在 2010/11 年度开始回升

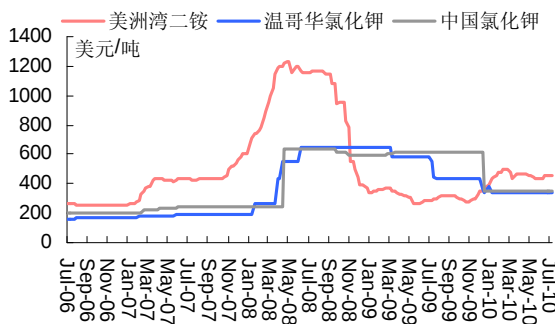


资料来源：POT，IFA，华泰联合证券研究所

钾肥与磷铵价差扩大，价格优势已显现

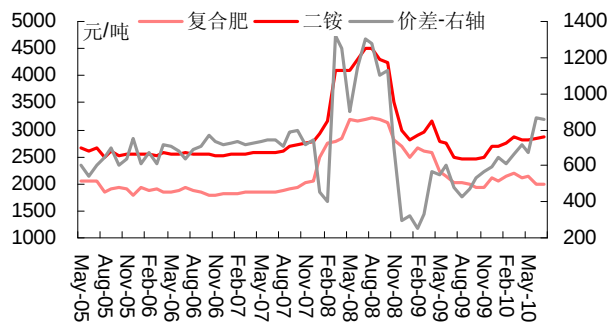
二铵价格与复合肥及钾肥间价差扩大，有利于钾肥需求的提升。2010 年初，磷肥需求和价格率先反弹，钾肥需求则持续低迷，国际钾肥库存大增，价格结束 2008-2009 年高位，大幅下跌。目前钾肥价格较二铵优势已经体现，且需求量增长概率较大，故我们认为钾肥价格将在 10 年 4 季度，为新一年备肥阶段明显上涨。

图 36、二铵价格年内上涨，钾肥价格尚处低位



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 37、国内复合肥与二铵价差较大，钾潜在需求增加



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

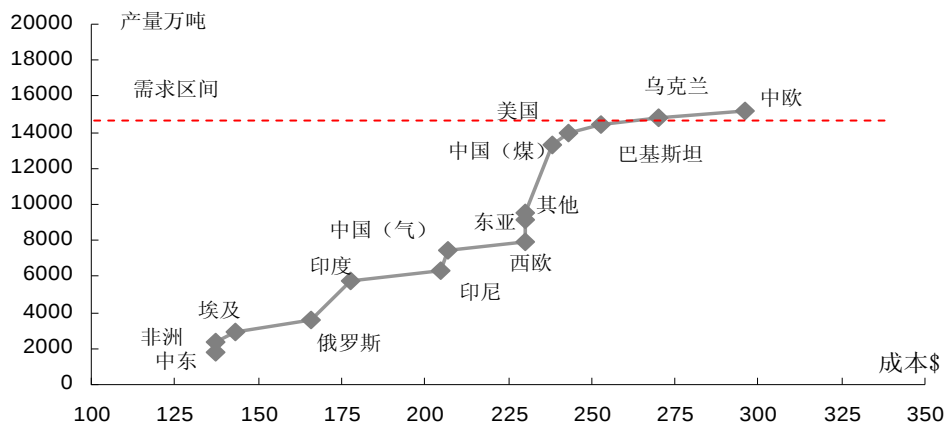
国内尿素目前成本不具优势，行业前景不乐观

尿素行业充分竞争，当前全球产能过剩的情况下，边际成本决定了尿素的价格。国内尿素有望于 2010Q4 在淡储和出口需求作用下，迎来阶段性上涨，但是在国际天然气价格不高于 6 美元/MMBtu 的背景下，国内煤头尿素并不具备成本优势。

国际天然气价格平稳

天然气占全球合成氨产能 2/3，其价格决定尿素成本，尤其是美国和乌克兰等较高边际成本地区。10 年来国际油价保持 80 美元/桶高位震荡，美国由于非常规天然气的大规模开发，天然气价格较为稳定。而乌克兰与俄罗斯天然气争端的缓解也为其获得 230 美元/千方（折合 6.08\$/MMBTU）的天然气价格。我们预计 10 年全球天然气总体形势较为平稳，维持在目前 6\$/MMBTU 的价格对应尿素成本 250 美元/吨，对应 1588 元/吨的出口价格，对国内煤头尿素而言并不具备太大优势，只有在天然气价格上涨超过 7\$/MMBTU 时，国内尿素出口才具备出口优势。

图 38、国际尿素边际成本取决于乌克兰等天然气价格较高地区



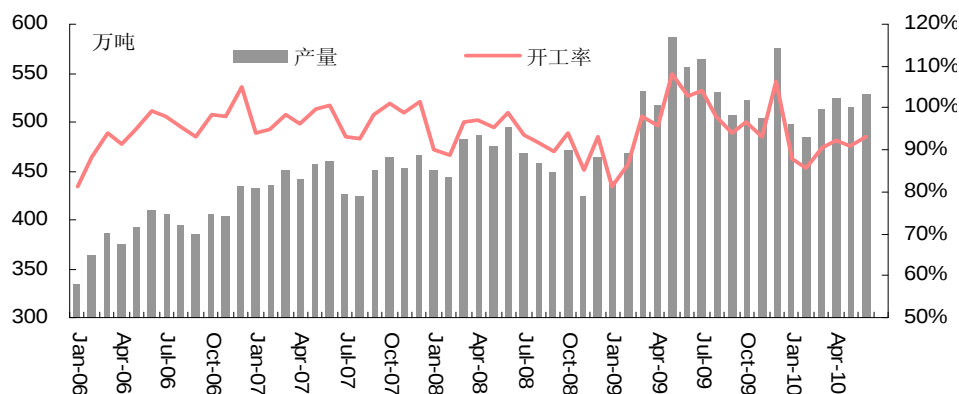
资料来源：中华商务网、华泰联合证券研究 注：统计数据虚高，重点在相对趋势

国内低开工率下难以大涨

09 年下半年以来，国内气、电、煤、运成本上涨抬高尿素成本，受企业停产影响 10 年上半年全国尿素产量 3065 万吨，同比下降 0.5%，据中商网统计 7 月整体开工率 73% 左右。

据我们测算，10 年国内尿素年需求 5800 万吨，产能过剩超过千万吨，停产企业存在不定期恢复的可能，价格难以大幅上涨，预计未来两个月国内尿素价格将表现为底部震荡格局。

图 39、国内尿素产能增长，开工率下降



资料来源：中华商务网、华泰联合证券研究 注：统计数据虚高，重点在相对趋势

投资建议

全球化肥行业竞争格局中，钾肥议价能力好于磷和氮，而国际磷肥价格上涨和国内高关税将使磷化工行业收益。在氮、磷、钾三个行业中，我们推荐顺序为国内磷化工、钾肥、国内磷肥、氮肥。重点关注兴发集团、盐湖钾肥、冠农股份和湖北宜化。

表 7、国内上市公司估值（8 月 9 日收盘价计算）

公司	股价	PB	10EPS	11EPS	10PE	11PE
盐湖钾肥	51.00	11.87	1.99	2.22	25.63	22.97
兴发集团	16.82	3.30	0.64	0.87	26.28	19.33
澄星股份	8.22	3.45	0.34	0.35	24.18	23.49
六国化工	14.05	2.77	0.39	0.40	36.03	35.13
华鲁恒升	15.4	2.67	0.63	0.92	24.4	16.7
湖北宜化	18.23	4.22	1.04	1.24	17.5	14.7
柳化股份	10.27	1.91	0.32	0.47	32.1	21.9
建峰化工	9.6	1.69	0.49	0.65	19.6	14.8
云天化	18.15	2.36	0.67	0.89	27.1	20.4
鲁西化工	5.34	2.32	0.27	0.57	19.8	9.4

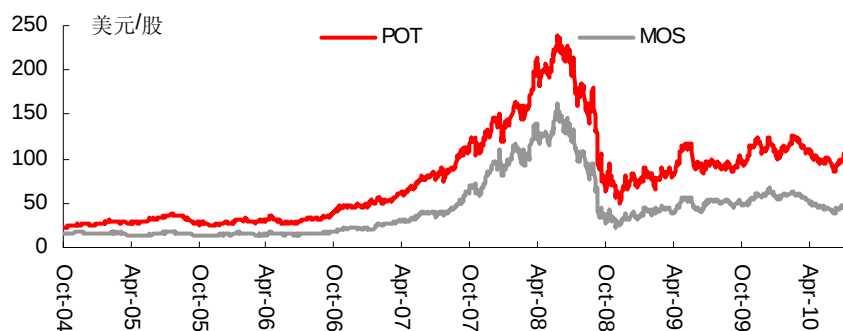
资料来源：wind、华泰联合证券研究所整理，注：盐湖钾肥盈利预测假设两“盐湖”合并后摊薄

表 8、国际化肥上市公司估值

公司	代码	币种	股价 8 月 8 日	一致预期			PE		
				2010	2011	2012	2010	2011	2012
PotashCorp	POT US	USD	113.54	5.40	7.36	7.64	21.04	15.42	14.87
Mosaic	MOS US	USD	51.19	3.53	3.94	4.25	14.49	13.00	12.04
Agrium	AGU US	USD	66.29	4.46	5.68	5.54	14.86	11.67	11.97
Yara	YAR NO	NOK	248.00	17.45	20.75	22.32	14.21	11.95	11.11
K+S	SDF GY	EUR	44.56	2.32	3.31	3.78	19.21	13.48	11.78
Intrepid	IPI US	USD	24.91	0.54	1.27	1.47	45.96	19.68	16.91
Uralkali	URALL US	USD	16.14	1.25	1.56	2.09	12.94	10.34	7.71
APC	APOT JR	JOD	32.90	1.90	2.64	3.97	17.32	12.48	8.29
Sinofert	0297 HK	CNY	4.05	0.18	0.24	0.28	22.75	16.95	14.73

资料来源：Bloomberg 华泰联合证券研究所

图 40、Mosaic 和 potash 近期股价大幅上涨



资料来源：Bloomberg 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

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 2010 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
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 45 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