

2010-09-28

行业研究 / 跟踪报告

化工

增持/ 维持评级

磷化工景气仍可持续

分析师

肖晖

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

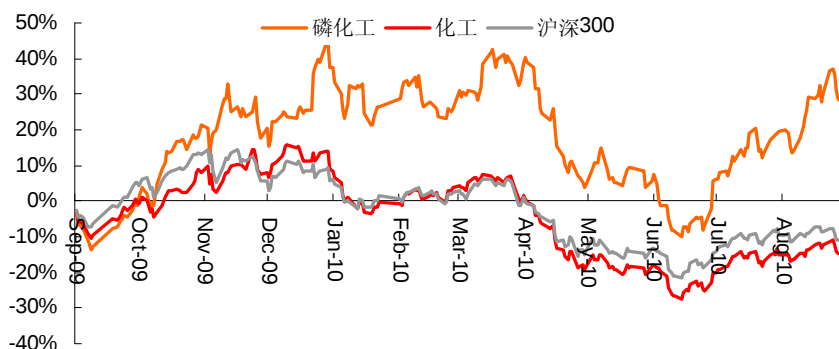
联系人

赵森

+755-82368536 zhaosen@lhqz.com

- 2010Q3 国际磷肥价格上涨直接带来国内磷化工行业盈利整体提高。国内磷肥淡季出口大增,减缓了国内供给压力;国内热法磷酸优势体现,黄磷价格持续上涨,食品级磷酸出口增加。我们预计 2011-2013 年全球磷肥行业仍将保持较高开工率,国内磷化工行业景气将持续。
- 国际磷铵供需紧张,美国磷酸二铵价格由 2010 年 7 月初 400 美元/吨上涨至 9 月底 550 美元/吨。北美八月末二铵、一铵库存相较七月再降 9 万吨和 9.5 万吨,分别较 5 年平均低 37%和 26%,年内持续低于 5 年平均水平。
- 受国际磷肥涨价影响,国内磷肥出口量超预期,导致国内磷肥价格小幅上涨。7-8 月二铵、一铵出口量分别为 75 万吨、30 万吨,缓解了国内供给压力。国内部分大型磷肥企业承诺,秋季二铵(64%含量)到站价不超过 2950 元/吨,保证国内用肥、控制出口,我们认为这更会加剧国际磷铵供给紧张。
- 国际磷肥涨价带动国内精细磷化工景气,符合我们预期。黄磷价格自 6 月 14000 元/吨,涨至湖北 17000 元/吨,云南、贵州超过 16000 元/吨。食品级磷酸 8 月出口 4.5 万吨,同比增 34%,国内热法磷酸优势体现。此外各地的节能减排限电措施加剧了黄磷现货紧张的局面。
- 国内精细磷化工行业景气仍将持续,随着丰水期逐渐结束,黄磷价格还将受益于季节性上涨。国内磷肥行业也将在出口的带动下盈利提高。我们维持行业“增持”评级,持续推荐有资源优势的兴发集团,关注澄星股份、六国化工。
- 风险提示:国际农化产品因天气原因需求量大幅降低;贸易国反倾销、反补贴等措施限制国内磷化工产品出口;中国对国内磷肥实施更加严厉的出口政策。

最近 52 周股价表现

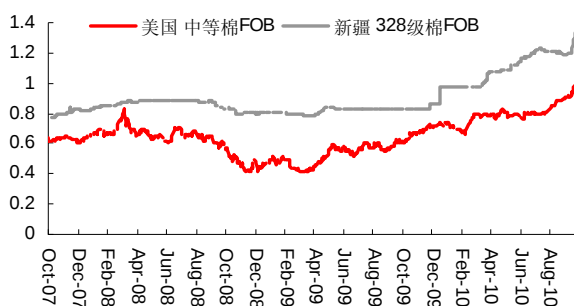


国际农产品价格上涨

农产品价格上涨将是 10 年下半年主基调

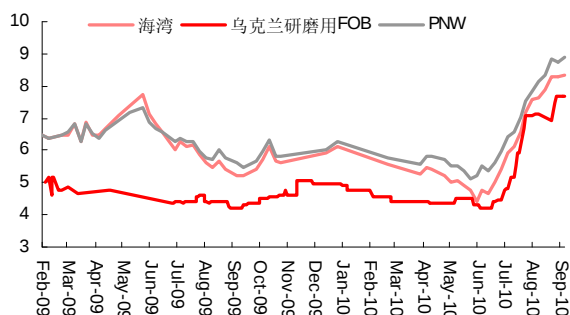
09 年以来，国际大宗商品价格纷纷反弹，农产品的价格相对其他大宗商品的价格仍处于相对低位。10 年受天气影响，全球粮食减产，以及美元贬值、通胀预期等刺激，将进一步推高粮食价格，农民种植收益获得提升，从而增强 10/11 年的种植意愿和种植投入。

图 1、国际棉花价格创新高



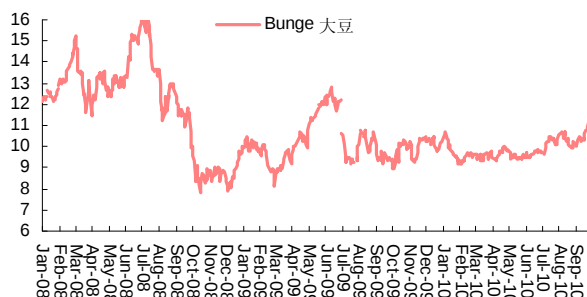
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 2、小麦价格持续上涨



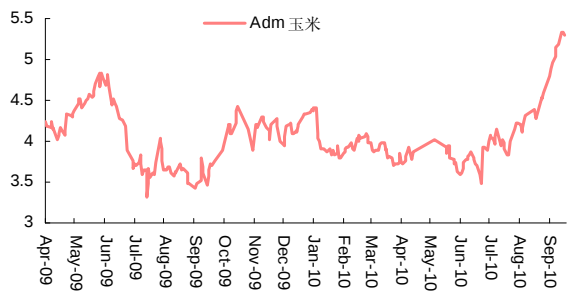
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 3、国际大豆价格开始上涨



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 4、国际玉米价格持续上涨



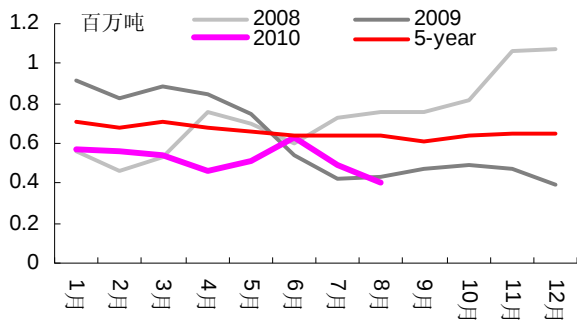
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

国际磷肥需求旺盛

北美磷铵库存低位，价格持续上涨

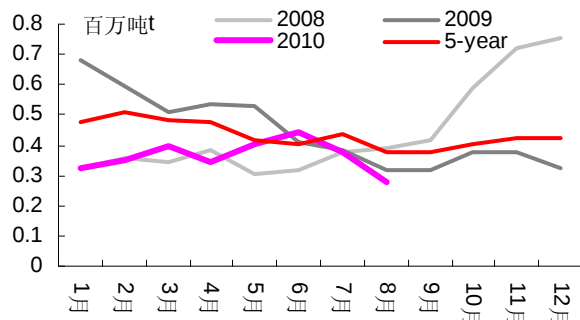
国际磷铵需求旺盛，北美八月末二铵库存相较七月再降 9 万吨，低于 5 年平均 37%；一铵降 9.5 万吨，低于 5 年平均 26%，年内持续低于 5 年平均水平。国际磷铵价格连续上涨，9 月下旬美洲湾二铵 FOB 价 545 美元/吨，较 6 月初上涨以来，涨幅已达 27%。在国际农产品价格持续上涨的条件下，我们认为磷铵良好需求可持续。

图 5、美国氮肥库存同比下降



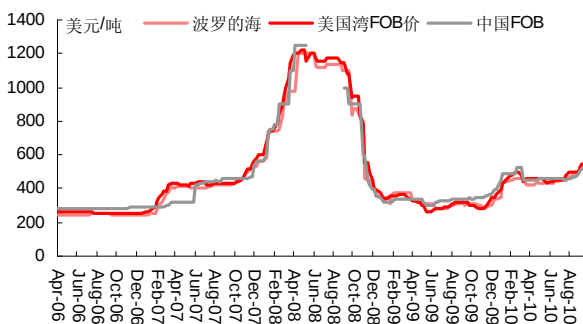
资料来源: POT, 华泰联合证券研究

图 6、美国钾肥库存恢复历年水平



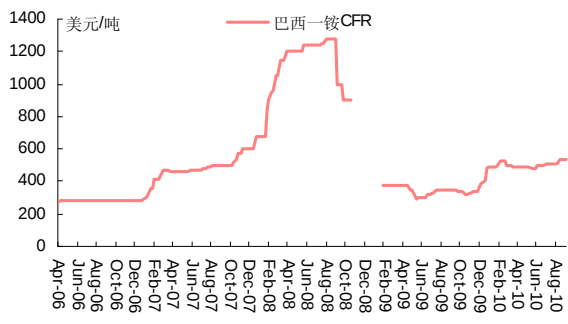
资料来源: POT, 华泰联合证券研究

图 7、国际二铵价格持续上涨



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究

图 8、国际一铵价格

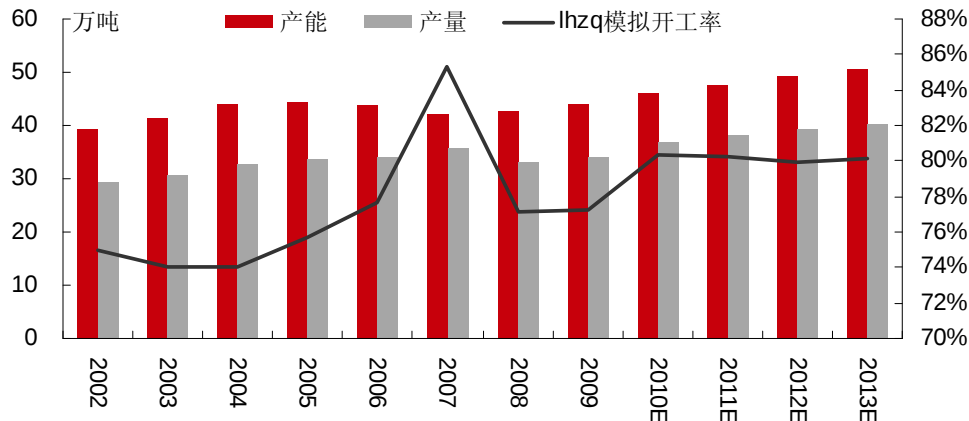


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究

2011 年磷铵仍将保持良好需求，粮食价格与次年化肥需求正相关

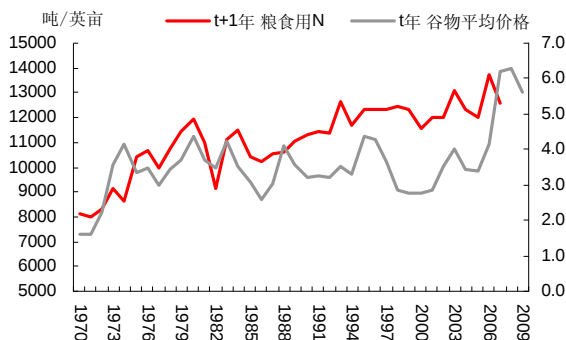
我们发现美国每年谷物价格与次年 NPK 总用来短期波动存在一定的相关性。只有在 08 年的时候由于受经济危机影响，P 和 K 肥用量出现大幅下降。所以，我们认为 2011 年国际磷肥仍将保持良好需求。

图 9、我们预计 2011-2013 年全球磷肥行业将保持 80%开工率水平



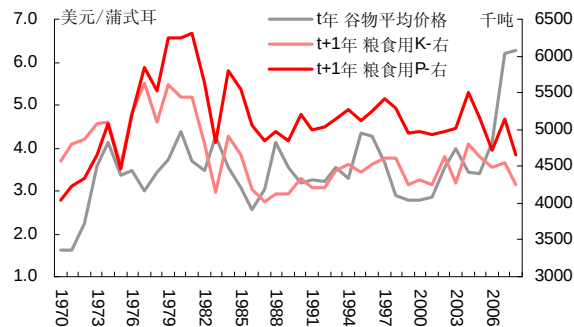
资料来源: 中华商务网

图 10、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 11、美国粮食价格与次年磷、钾肥用量



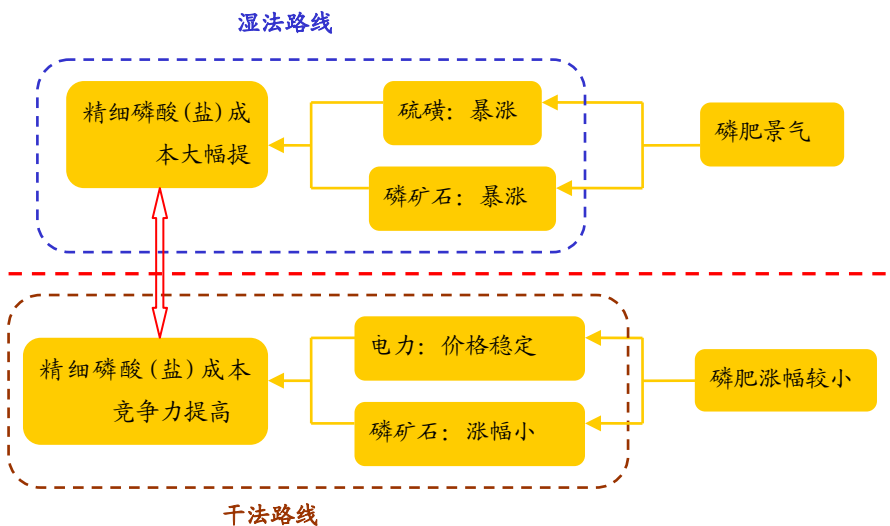
资料来源：USDA、华泰联合证券研究所

国内磷化工景气可持续

国际磷肥良好需求，国内精细磷化工行业受益

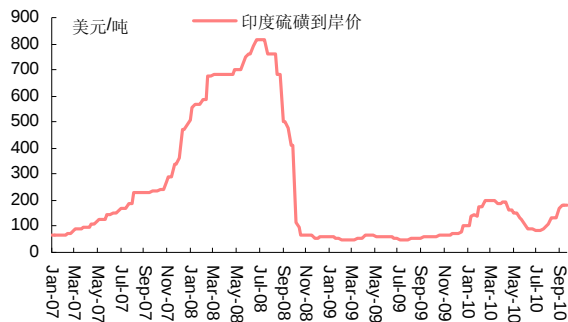
国际磷铵良好需求，国际湿法磷酸路线上游磷矿石和硫磺的价格上涨，精细磷酸（盐）成本大幅提高。国内矿石上涨幅度较小，电力价格基本稳定，热法磷酸路线成本优势体现，国内精细磷酸（盐）竞争力提高。

图 12、磷化工产业链



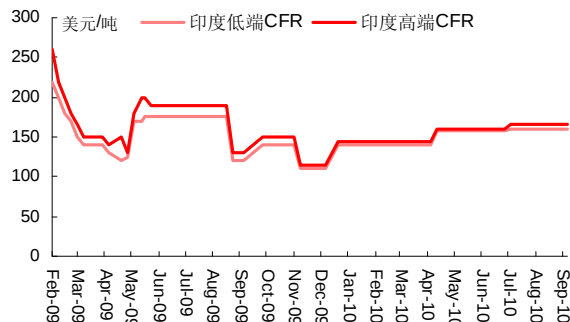
资料来源：华泰联合证券研究所

图 13、国际硫磺价格上涨



资料来源: Bloomberg、华泰联合证券研究所

图 14、印度磷矿石价格走高



资料来源: 中华商务网

黄磷价格持续上涨

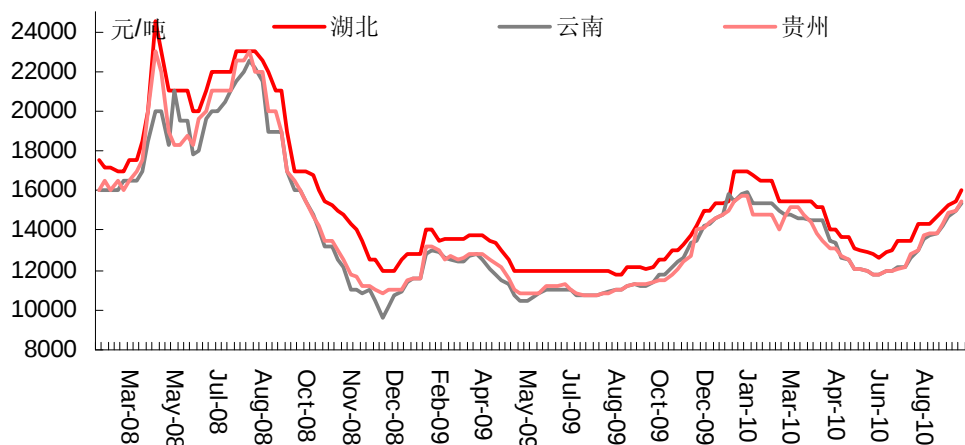
自 6 月本轮丰水期涨价以来,黄磷价格已由 14000 元/吨,涨至湖北 17000 元/吨,云南、贵州超过 16000 元/吨。

贵州 9 月 17 日起限电,黄磷企业开工率已由 7 成大幅下滑至 4 成左右,黄磷现货紧张。为完成“十一五”节能减排目标,我们认为各地可能还将陆续出台政策,限制黄磷等高耗能企业生产。

丰水期即将结束,因看好后市,黄磷生产企业及经销商开始囤货。另外,云南等地铁路运输依然紧张,由于节日临近,危险品运输管制。都加剧了黄磷现货紧张局面。

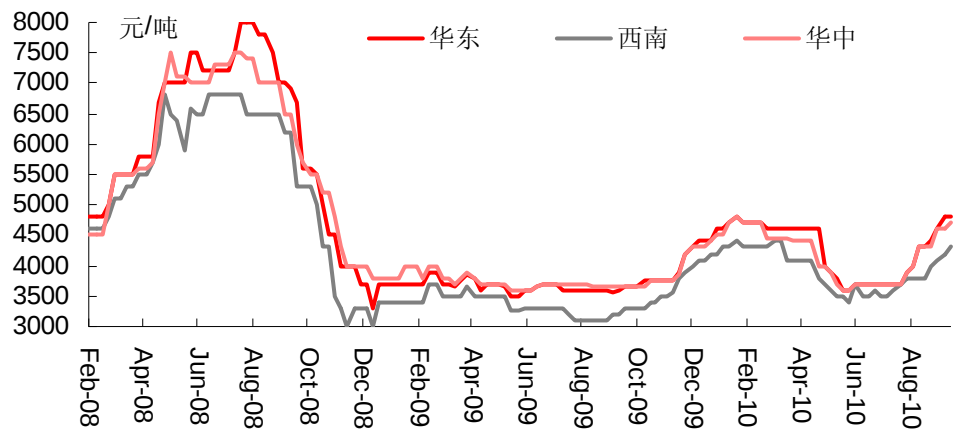
国际磷铵旺盛需求将可带动国内磷化工行业景气,并且随着丰水期逐渐结束,黄磷价格还将持续上涨。

图 15、黄磷价格持续上涨,湖北、贵州已突破 16000 元/吨



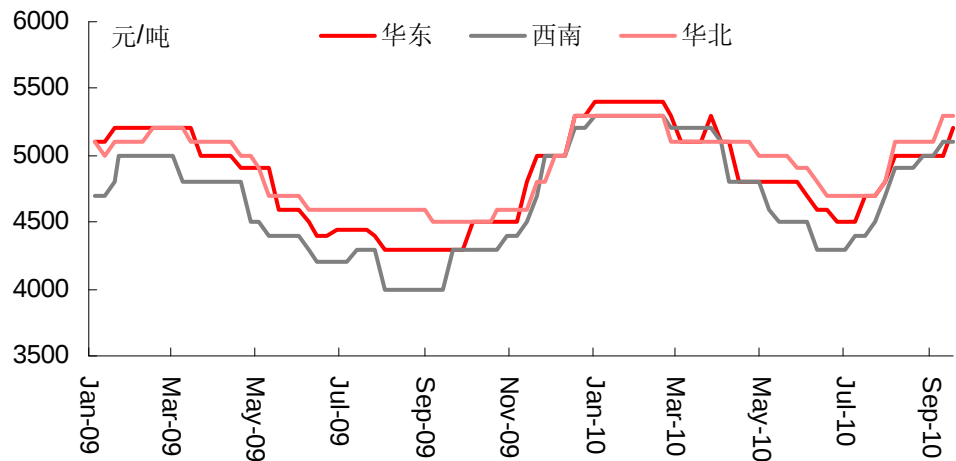
资料来源: 中华商务网

图 16、磷酸价格成本推动上涨



资料来源：中华商务网

图 17、三聚磷酸钠价格

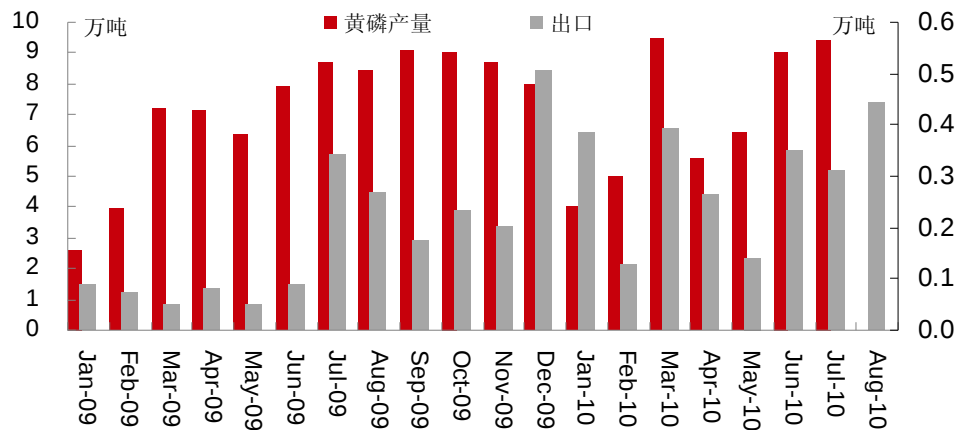


资料来源：中华商务网

磷化工产品出口情况转好

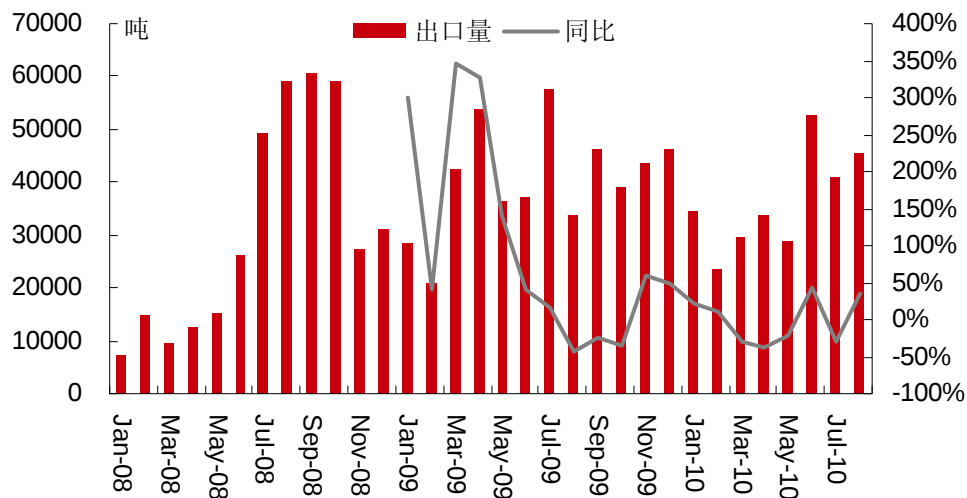
8月，国内食品级磷酸出口4.5万吨，同比增长34%，环比增长11%。国内热法磷酸相较国际湿法净化磷酸优势体现。

图 18、黄磷 8 月出口同比增长 65%



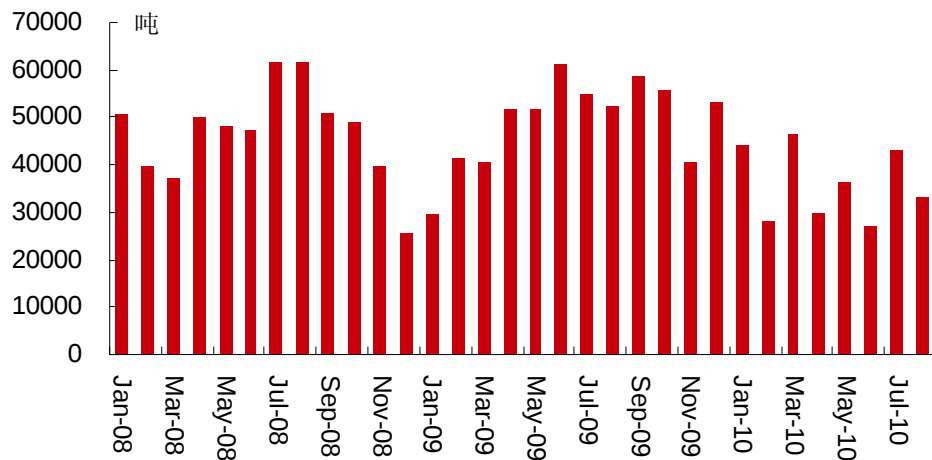
资料来源：中华商务网

图 19、食品级磷酸 8 月出口同比增长 34%



资料来源：中华商务网

图 20、三聚磷酸钠出口

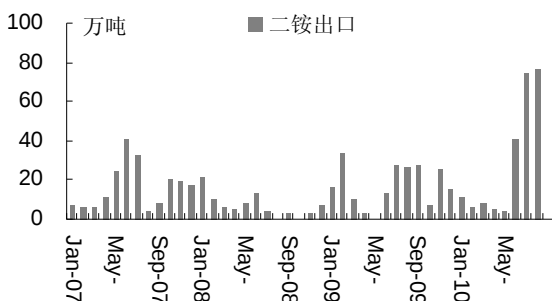


资料来源：中华商务网

国内磷肥行业受出口拉动，开工率提高、盈利较好

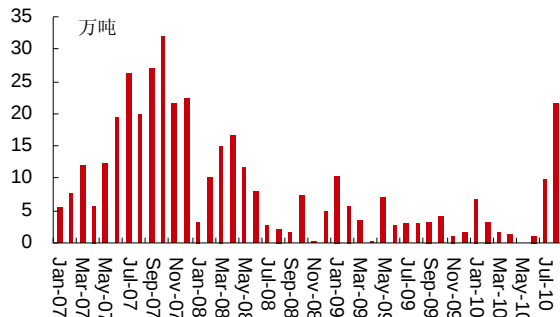
国际磷铵需求旺盛，带动 6-8 月淡季关税时段，国内磷铵出口超预期增长，7、8 两月二铵出口均在 75 万吨左右，连创新高，一铵总量也超 30 万吨。8 月一铵、二铵出口总量近 100 万吨，约占国内总产能 50%。出口拉动国内磷铵价格上涨，磷肥企业 9 月盈利水平较 09 年同期有提高。

图 21、二铵出口连创新高



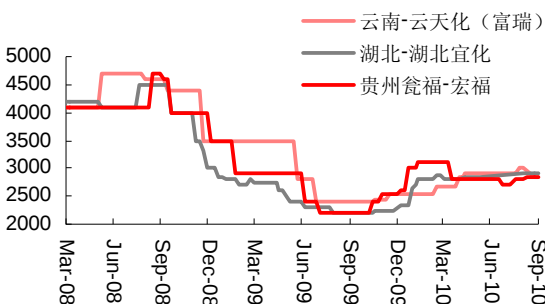
资料来源：石化行业协会，华泰联合证券研究所

图 22、一铵出口连续高位



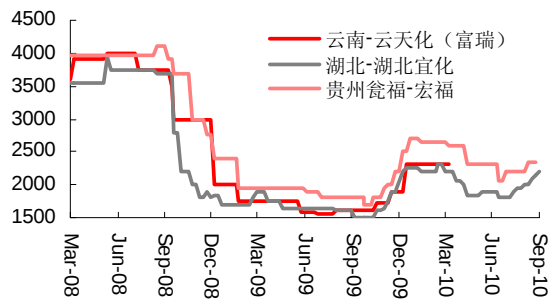
资料来源：石化行业协会，华泰联合证券研究所

图 23、国内二铵价格



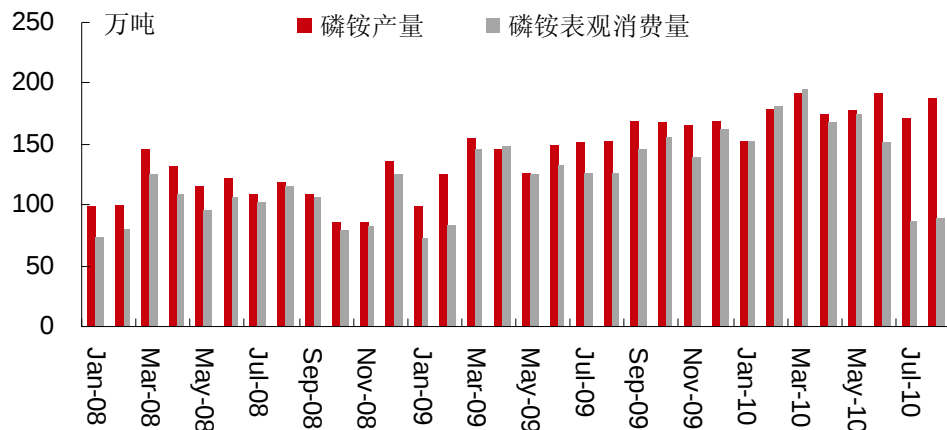
资料来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

图 24、国内一铵价格



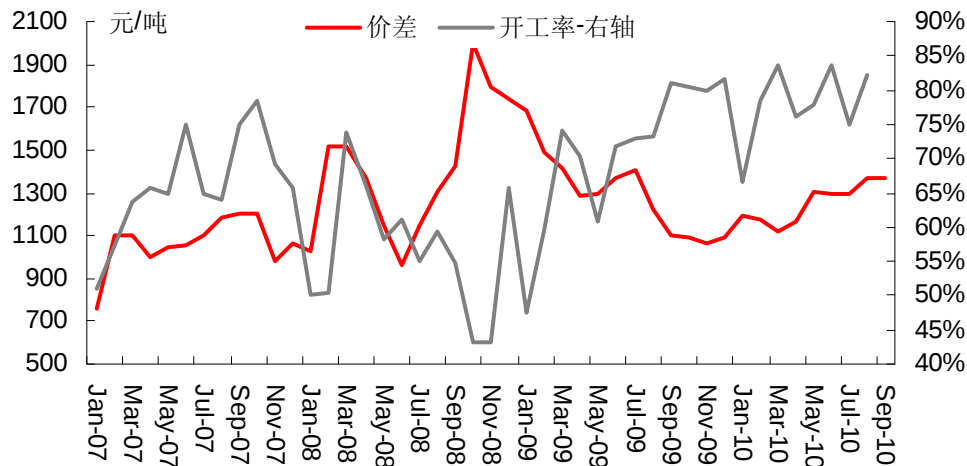
资料来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

图 25、8 月国内磷铵产量 188 万吨，保持高位



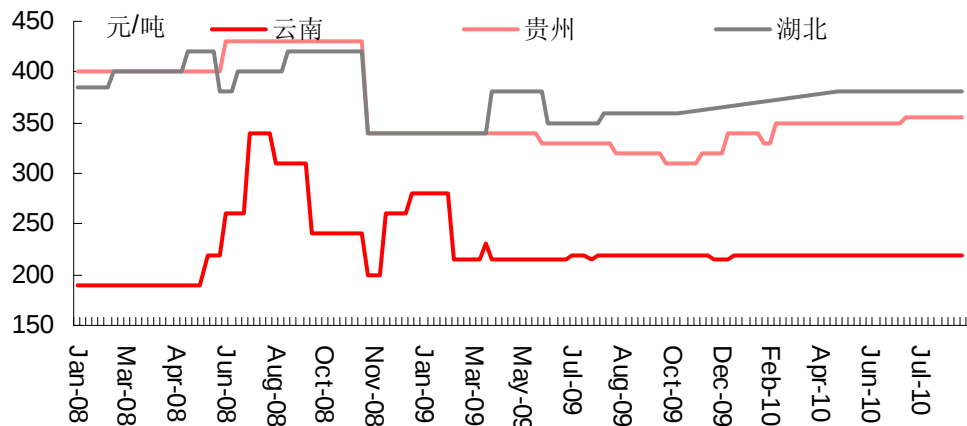
资料来源：石化行业协会，华泰联合证券研究所

图 26、出口拉动，国内二铵企业盈利趋好，磷铵企业开工率高位



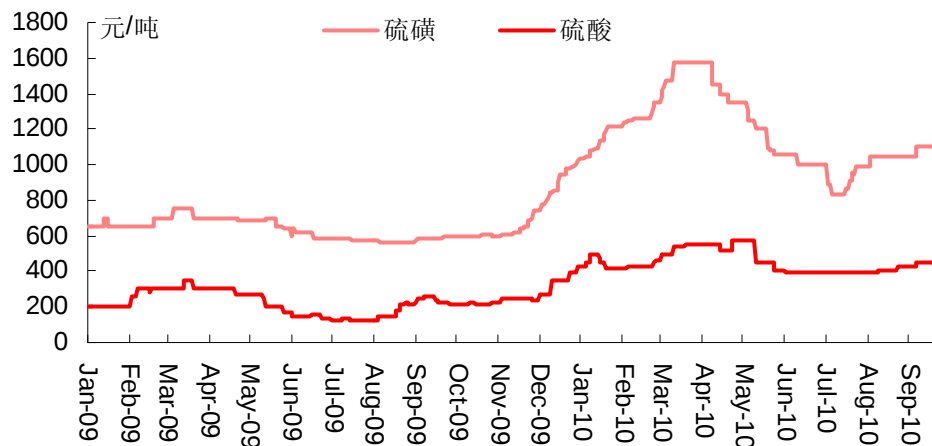
资料来源：中华商务网，化工在线，华泰联合证券研究所

图 27、磷矿石价格平稳



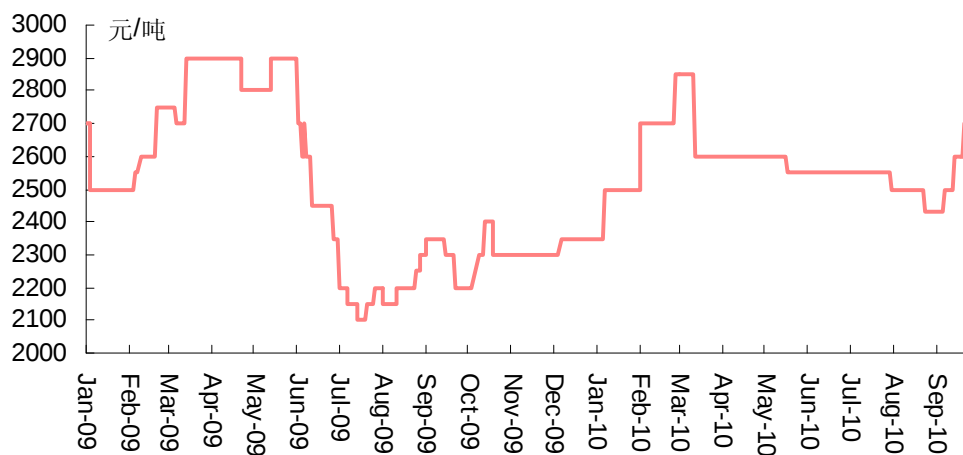
资料来源：中华商务网

图 28、硫磺及硫酸价格受磷肥良好需求拉动上涨



资料来源：化工在线

图 29、液氨价格近期上涨明显



资料来源：化工在线

投资建议

我们认为，在全球农产品价格上涨及国内节能减排政策的双重作用下，国内磷化工行业景气状况仍可持续。国内磷肥目前盈利状况良好；随着丰水期逐渐结束，黄磷价格将持续上涨，维持磷肥及精细磷化工行业“增持”评级。持续推荐有资源优势的兴发集团，关注澄星股份、六国化工。

表 1、磷化工上市公司盈利预测(9 月 28 日股价)

	股价	10EPS	11EPS	10PE	11PE	PB
兴发集团	20.57	0.64	0.87	32.14	23.64	4.04
澄星股份	9.00	0.27	0.27	33.33	33.33	3.78
六国化工	13.89	0.39	0.40	35.62	34.73	2.73

资料来源：wind、华泰联合证券研究所整理

风险因素：国际农化产品因天气原因需求量大幅降低；贸易国反倾销、反补贴等措施

限制国内精细磷化工产品出口；中国对国内磷肥实施更加严厉的出口政策。

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