

行业研究

策略报告

石油化工/基础化工

评级：买入

发掘高油价时代下的化工行业投资机会

——2011 年度化工行业投资策略报告

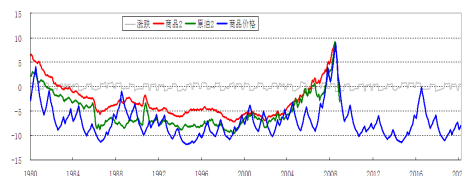
摘要：我们重点关注 2011 年度化工行业的原油价格，认为 2011 年度原油价格呈现两头高、中间低的走势；关注由下游消费革命驱动的尼龙行业革命；我们预计 2011 年化肥将恢复增长，需求保持较强劲的态势，在未来 12 个月将取得优于大市的成绩。

1、2011 年两头高、中间低的原油价格

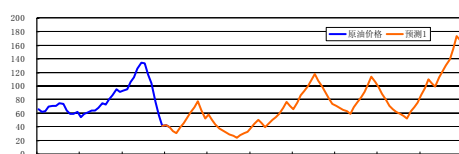
1.1 通过经济周期预测原油价格

经济周期是指经济运行中周期性出现的经济扩张与经济紧缩交替更迭、循环往复的一种现象。经济周期理论认为：人类的经济活动存在着周期性驱动因素，因而会有部分经济学变量表现出明显的周期性行为，例如 GDP 增速、CPI 等。著名的经济周期理论主要有以下几个：基钦周期、美林投资钟周期、朱格尔周期、康德拉季耶夫周期。

图表 1：四种周期拟合结果



图表 2：模型预测结果



资料来源：信达证券

利用基钦周期、美林投资钟周期、朱格尔周期、康氏周期的拟合结果验证了原油价格反弹的结论。

经济周期拟合模型主要的指示作用在于判断上升和下降趋势开始的时间点、延续时间，而不是判断升降的空间和幅度。因此，模型中所显示的“拐点”具有重要的指示性作用。在不发生大规模供给和需求冲击的前提下，依据经济周期拟合模型判断趋势，将成为投资的有效辅助手段。

经济周期拟合模型在 2009 年预测，油价将在 10 月份到达一年高点，随后开始下降。事实也的确证明了模型对于拐点判断正确。

根据经济周期模型，原油价格在 2010 年 8 月止跌回升，一路上扬，事实已经印证了这一点。模型预测：2011 年 2 季度，原油价格将达到高峰，随后油价下行；2011 年年底，原油价格可能冲上另一个高点。

1.2 从石油产品的周期性看油价

1.2.1 取暖油的周期性

正如之前所说，经济周期模型只是辅助的投资工具，原油价格到底何去何从还是

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街九号院
一号楼六层信达证券研发中心

化工研究组

郭荆璞

SAC 执业证书 S1500210020003

010-63081257

guojingpu@cindasc.com

麦士荣

010-63081084

maiturong@cindasc.com

赵雅君

010-63081095

zhaoyajun@cindasc.com

印培

010-63081087

yinpei@cindasc.com

取决于其基本面的变化。在没有重大外部冲击的情况下，原油的供需与油品的消费、生产和库存都有密切的关系。

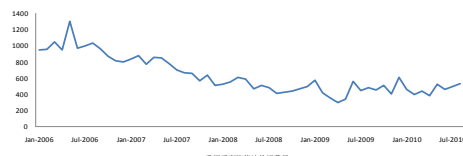
无论是消费量和产量都举足轻重的汽油、柴油、天然气，还是需求相对较小的航空煤油、润滑油，在一年中都会经历消费或生产的旺季和淡季。季节性波动而引发的消费、生产和库存变化，是观察石油市场的有效切入点。其中，汽油、取暖油是消费量比较大的石油产品。他们的价格变化，直接影响原油价格的波动。

步入冬季，人们将更多地注意力放在柴油上，更精确的说，是取暖油。取暖用油占美国冬季供暖需求的 7%，在美国东北部占 31%，是美国第二大供暖能源，仅次于天然气。美国使用取暖油作为主要燃料的家庭为 100-110 万，平均每个家庭在取暖季（10 月到来年 3 月）中使用 650-1000 加仑取暖油，每个家庭平均每天使用 3.6-5.5 加仑，随冬季气温变化而变化。

图表 3：美国 2006-2010 年高硫柴油的消费量



图表 4：美国 2006-2010 年剔除季节性因素后的高硫柴油消费

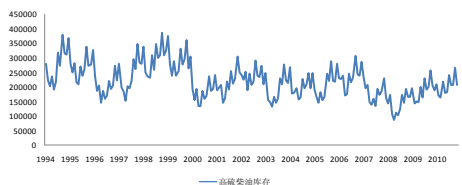


资料来源：信达证券 单位：千桶/日

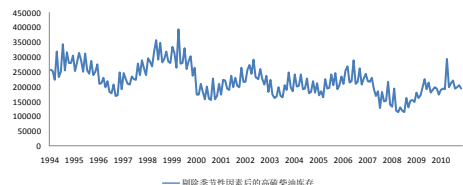
高硫柴油，即硫含量大于 0.05% 的柴油，主要用于取暖，可近似看做取暖油。如图所示，高硫柴油的消费量具有强烈的季节性：12 月、1 月和 2 月是消费高峰期，3 月份以后，随着天气的转暖，消费量逐渐降低。

剔除季节性的因素后，高硫柴油的消费量呈现不同的趋势。剔除季节性因素后的数据可得，今年取暖油的同期实际消费量高于 2009 年和 2008 年。

图表 5：美国 1994-2010 年高硫柴油的库存



图表 6：美国 1994-2010 年剔除季节性因素的高硫柴油库存



资料来源：信达证券 单位：千桶

取暖油的库存也呈现出明显的季节性特征。每年的 6、7 月份，高硫柴油的库存达到最低点，从 8 月开始，随着开工率提升，而天气依旧温暖，库存持续上升，至 10 月份达到顶峰。10 月之后，随着严寒的来临，高硫柴油库存迅速下降，直至来年 3 月份。3 月以后，随着天气回暖，取暖油消费量减少，同时 3、4 月份炼厂进入维修期，开工率较低，库存基本维持在稳定的水平，没有明显的增减变化。直至 6、7 月份，开始新一轮的库存累计和消化。

剔除季节性因素后的库存呈现不同的趋势。季节调整后的数据显示，今年的取暖油库存基本与去年持平，高于 2008 年和 2007 年的同期水平。未来的三个月能否顺利消化取暖油库存，取决于今年冬季的天气。

图表 7: 美国 1986-2010 年高硫柴油价格



图表 8: 美国 1994-2010 年高硫柴油产量



资料来源: 信达证券 单位: 美分/加仑 千桶/日

与消费量和库存这两项指标不同, 取暖油价格没有季节性变化特点, 而是与原油价格联动。

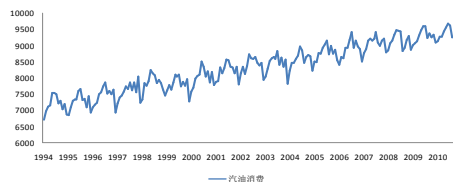
同样, 取暖油的生产也不具有季节性。

总之, 在取暖季, 剔除了季节性因素的高硫柴油库存表现过高时, 高硫柴油价格则倾向于下降, 反之亦然。今年受拉尼娜气候的影响, 美国北部地区天气比往常偏冷的可能性较大。预计高硫柴油库存将在明年一季度降至比较低的水平, 从而推高油价。

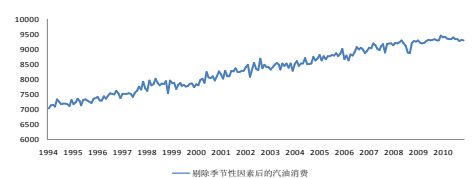
1.2.2 汽油的季节性

汽油, 作为小轿车和摩托车的燃油, 是石油产品中消耗量最大的品种。汽油的消费量具有很强的季节性特征。每年六七月, 以阵亡纪念日为标志, 步入夏日驾车季高峰。这段时间, 天气炎热、长假来临, 绝大多数的美国人短途旅行, 或长途迁移到外地探亲和度假, 轿车是主要的出行方式。从六月起, 汽油的消费量会呈现明显上涨, 到八月或九月达到顶峰。之后, 随着驾车季的结束, 汽油消费量也会恢复到比较低的水平。

图表 9: 美国 1994-2010 年汽油的消费量



图表 10: 美国 1994-2010 年剔除季节性因素汽油的消费量



资料来源: 信达证券 单位: 千桶/日

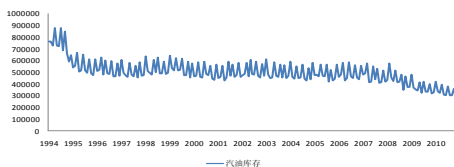
剔除季节性的因素后, 汽油的消费量呈现不同的趋势。由季调后的数据可得, 今年汽油的同期实际消费量略高于 2009 年, 但仍然低于 2008 年之前的水平。汽油消费的变化趋势基本上与今年轿车的行驶路程数一致。

汽油的库存也呈现出明显的季节性特征。每年 6 月, 初夏交替之际, 汽油的库存达到峰值。经过一个春天的储备, 足够的库存为即将到来的驾车季做好准备。在经历了 6-8 三个月的高消费量后, 至 8 月份, 汽油的库存得到很大消化。此时, 驾车季已接近尾声, 炼厂开始减少生产汽油, 转而生产取暖油。到 10 月份, 驾车季完全结束, 而冬日取暖季还未开始, 炼厂纷纷进入维修状态, 使其设备能在未来持续地运行, 开工率骤降, 汽油的库存到达最低点。10 月份之后, 随着取暖油集中库存储备期的结束, 汽油生产开工率回升, 汽油的库存也有所回升。次年 3 月开始, 炼厂开始集中储备汽油, 汽油库存又进入了快速累积期, 直到 6 月份达到高点。

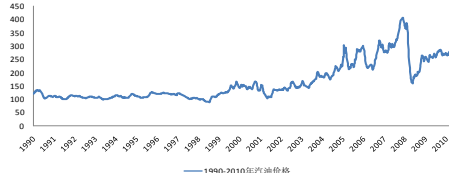
剔除季节性因素后的库存呈现不同的趋势。季节调整后的数据显示, 今年的汽油

库存明显高于过去，即使在夏日驾车季也不例外。虽然近两个月消化得很快，但仍然对于汽油价格形成强力支撑。这也是最近汽油价格走势平稳的原因。

图表 11：美国 1994-2010 年汽油的库存



图表 12：美国 1990-2010 年汽油的价格趋势



资料来源：信达证券 单位：千桶 单位：美分/加仑

与消费量和库存这两项指标不同，汽油价格没有季节性变化特点，而是与原油价格联动。然而，在今年的高库存决定明年汽油价格企稳的可能性比较大。

取暖油和汽油的季节性分析显示，明年上半年的原油价格走势主要取决于剔除了季节性因素之后的取暖油库存。剔除了季节性因素的取暖油库存表现过高时，取暖油价格则倾向于下降，反之亦然。而取暖油的库存，主要取决于今年冬天的气温。根据美国国家大气海洋局的预测，美国北部地区天气比往常偏冷的可能性较大。预计取暖油库存将在明年一季度降至比较低的水平，从而推高油价。油价在一季度达到峰值后，转而下行，三月份是拐点。根据经济周期理论，受经济形势的提振，至 2011 年末，油价可能出现另外一个高点。预计 2011 年原油价格会突破 100 美元/桶。

1.3 原油高涨背景下的投资策略

选用 2000 年以来 WTI 期货价格、申万行业中钾肥、氮肥、磷肥、橡胶、塑料、化纤、农药、氯碱的行业股票指数周数据，对原油价格和以上主要化工行业板块的关系进行了研究。选取有共同交易日的数据进行比对。主要得出的结论有：

原油的价格与钾肥、氮肥和农药板块呈现比较显著的正相关关系，与其他板块的联系不大；明年一季度，经济下行，油价上涨，建议配置与油价正相关的农化和农药板块；明年二、三季度，经济与油价共同下行，建议买入资源类股票；明年四季度，油价随经济的提振上行，建议持有资源类股票。从全年来看，2011 年的经济形势并不明朗，以原油为代表的大宗商品价格波动幅度较大。建议配置制造业升级类的股票，比如技术类的代表：天科股份。

图表 13：WTI 原油期货价与主要化工股票板块的相关性

	CL	FIBER	KA	N	P	PESTICIDE	PLASTIC	RUBBER	WTI
CL	1	0.884970839	0.381682437	0.644731953	0.857125037	0.816747465	0.890194139	0.823716116	0.155578549
FIBER	0.884970839	1	0.613864024	0.856153512	0.870227202	0.898225796	0.951740979	0.863153035	0.428811994
KA	0.381682437	0.613864024	1	0.916632277	0.564317097	0.804469008	0.57883461	0.508517158	0.863989719
N	0.644731953	0.856153512	0.916632277	1	0.759345796	0.934755933	0.813256686	0.741136446	0.783991143
P	0.857125037	0.870227202	0.564317097	0.759345796	1	0.859123209	0.88344431	0.733539292	0.37926459
PESTICIDE	0.816747465	0.898225796	0.804469008	0.934755933	0.859123209	1	0.910046574	0.844942771	0.574876016
PLASTIC	0.890194139	0.951740979	0.57883461	0.813256686	0.88344431	0.910046574	1	0.924083503	0.391785789
RUBBER	0.823716116	0.863153035	0.508517158	0.741136446	0.733539292	0.844942771	0.924083503	1	0.350058719
WTI	0.155578549	0.428811994	0.863989719	0.783991143	0.37926459	0.574876016	0.391785789	0.350058719	1

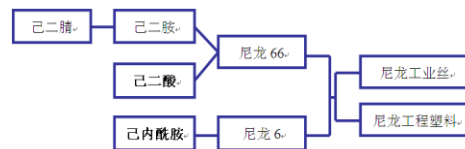
资料来源：信达证券、WIND

2、下游消费革命驱动尼龙行业增长

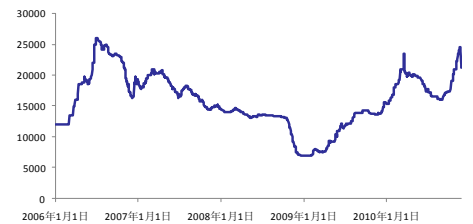
2.1 己二酸、己内酰胺价格处在行业高点

聚酰胺（PA, polyamide）俗称尼龙，品种多达几十种，其中以尼龙 6 和尼龙 66 为主要产品。聚酰胺可以由二元酸和二元胺制成，如己二酸和己二胺合成尼龙 66；也可以由环内酰胺合成，如己内酰胺合成尼龙 6。尼龙 6 和尼龙 66 可以用来制备纤维，称为尼龙纤维，也可以用来制备树脂，称为尼龙工程塑料。

图表 14：尼龙产业链



图表 15：2006-2010 年己二酸价格曲线



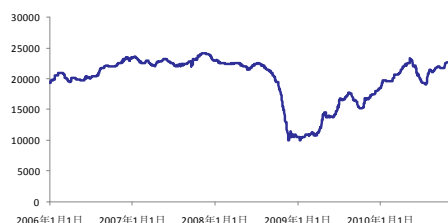
资料来源：信达证券

（单位：元/吨）

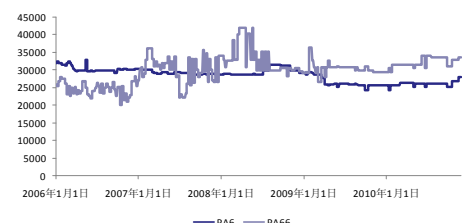
2007 年，己二酸价格保持在 15000 元/吨以上的水平，随着金融危机的爆发，己二酸价格一路下挫，2008 年从年初的 14600 元/吨跌至年底的 7000 元/吨的水平。2009 年，己二酸触底反弹，主要原因是 2009 年商务部进行己二酸反倾销调查，并最终认定欧美等国家和地区的己二酸进口存在倾销，使国内己二酸行业受到损害，因而对来自美国、欧盟和韩国的己二酸征收不同程度的反倾销税，期限 5 年。国内己二酸价格至此开始高涨，从 7000 元/吨一路涨到今年三月份 23500 元/吨的高点，之后随着下游需求的低迷，市场货源的充足等原因，己二酸价格有所下跌，但仍保持在 15000 元/吨的水平之上。下半年己二酸的价格再次受到拉升，己二酸的主要原料苯受油价影响价格上涨，己二酸的下游行业之一制鞋行业旺季到来，己二酸在成本推动和需求拉动两方面作用下价格再次冲高，达到 24500 元/吨。

2008 年以前，己内酰胺的价格一直维持在 20000 元/吨的水平之上，2008 年随着经济危机的到来，国际原油价格的大幅回落，己内酰胺的价格也随之大幅下跌，在 08 年底 09 年初达到谷底 10000 元/吨。随后是己内酰胺行业长达两年的复苏期，今年上半年己内酰胺有一波暴涨的行情，主要原因是占全球产能三分之一的装置集中检修，造成短期供应的极度紧张。另外一个原因是尼龙 6 聚合装置产能集中大量投放，释放了己内酰胺的需求。目前己内酰胺的价格已经回到 23200 元/吨的行业高点。

图表 16：2006-2010 年己内酰胺价格曲线



图表 17：2006-2010 年尼龙 6 和尼龙 66 价格曲线



资料来源：信达证券

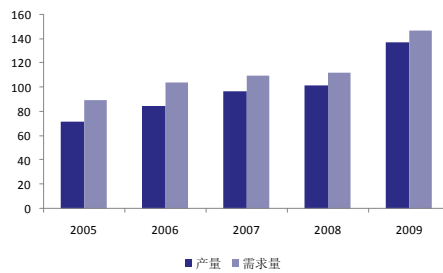
（单位：元/吨）

近两年尼龙 66 和尼龙 6 价格走势相对平稳，尼龙 66 价格在 30000 元/吨到 35000 元/吨之间，尼龙 6 价格在 25000 元/吨到 30000 元/吨之间。尼龙 66 在性能上优于尼龙 6，价格也相对贵 5000 元/吨。

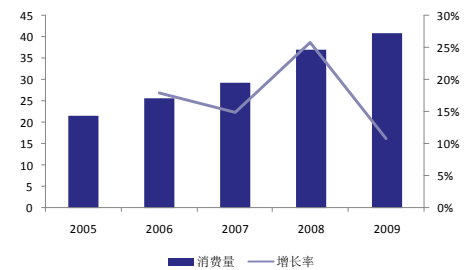
2.2 尼龙行业增长动能充足

2009 年，我国尼龙产量 137.27 万吨，居世界第一。近年来，尼龙行业产量和需求量分别以平均的 18%和 13%速率快速增长。

图表 18：2005-2009 年我国尼龙产量和需求量



图表 19：2005-2009 年我国尼龙工程塑料切片消费量



资料来源：信达证券，中国化学纤维工业协会，聚酰胺通讯 （单位：万吨）

2.2.1 工程塑料发展迅猛，是尼龙需求的重要推动力

尼龙工程塑料主要用于汽车零部件，尼龙工程塑料机械性能好，耐磨损，更加绝缘，而且便于加工。未来对尼龙 66 工程塑料的需求增长将高于 GDP 的增长，是因为汽车行业越来越趋向于用工程塑料取代金属零部件，实现汽车的轻量化，更加节能环保，2010 年轻型车辆产量同比增长 21%。

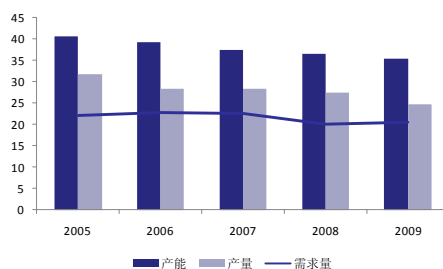
今年我国汽车产量是 2008 年的两倍。对尼龙工程塑料的需求逐年大幅增长，未来五年可保持年均 8%-10%的增长，高于世界尼龙工程塑料 4%-6%的增长速度。

2.2.2 尼龙 66 帘子布在子午胎上的应用是行业新的增长点

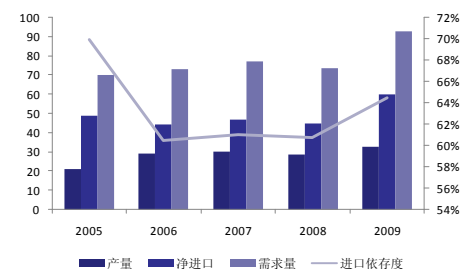
尼龙工业丝的传统产品帘子布主要用于斜交胎，近几年来，轮胎子午化率快速提高，斜交胎市场发展几乎停滞，导致国内尼龙帘子布需求萎缩，工厂开工率低下。

经过改良的尼龙 66 帘子布，强度高，耐冲击，伸长性好，可以用在子午胎的冠带层上，通过降低层间剪切力、减少胎体帘布层压力，降低轮胎的损坏几率，使轮胎保持稳定。尼龙 66 帘子布是能达到冠带层要求的最好材料，成本更具有优势。

图表 20：2005-2009 年我国轮胎尼龙帘子布产能、产量、需求



图表 21：2005-2009 年我国己内酰胺产量、进口和需求量



资料来源：信达证券，中国橡胶工业协会，聚酰胺技术开发中心 （单位：万吨）

此外，汽车安全气囊丝多用尼龙 66，增长空间较大，是未来尼龙 66 工业丝的一个增长点。

2.2.3 己内酰胺对外依存度过高，尼龙 6 聚合产能面临过剩

我国是己内酰胺的进口大国，尽管近年来我国己内酰胺产量有一定增长，但仍不能满足下游尼龙 6 聚合发展的需求，每年都得大量进口，对外依存度一直在 60% 以上。2009 年，我国进口己内酰胺 60.13 万吨，同比增长 34%。

2009 年世界己内酰胺产能 470 万吨，其中我国拥有产能 47.5 万吨，生产厂家有 4 家：

图表 22：2009 年我国己内酰胺产能

生产厂家	产能
南京帝斯曼	16
巴陵石化	14
中石化石家庄化纤	16
浙江衢化	1.5
合计	47.5

图表 23：2010-2013 年全球己内酰胺新增产能

生产厂家	2010新增产能	2011新增产能	2012新增产能	2013新增产能
白俄罗斯GRODNO AZOT	2			
比利时的德商	2			
浙江衢化	0.5			
波兰ZAKLADY AZOTOWE PULAWY	0.5			
波兰ZAKLADY AZOTOWE TARNOW	0.7			
俄罗斯KHEMEROVO	1.5			
江苏连云港		20		
巴陵石化		6		
印度邦德拉化学有限公司		7		
日本宇部			2	
俄罗斯KUBYSHEV AZOT			2	
泰国己内酰胺			15	
浙江海盐				20
沧州化学				12
合计	7.2	33	19	32

资料来源：信达证券 （单位：万吨）

到 2013 年，己内酰胺预计共有 91 万吨的新增产能，全球总生产能力达到 561 万吨。新建和扩产计划组要集中在我国及东南亚地区，还有中东欧地区的俄罗斯和波兰。

2009 年至 2011 年，国内尼龙 6 聚合产能迅速扩张，主要是由 2009 年我国对尼龙 6 切片征收反倾销税的措施引起的投机行为，新增产能达到 90 万吨，这与己内酰胺生产能力极不配套，国内新增的己内酰胺产能远不能满足聚合产能的扩张。再加上今年年底或者明年年初对己内酰胺的反倾销，原材料会更加吃紧，对聚合企业更是雪上加霜。

2.2.4 己二酸产能从欧美向中国转移，中国未来能否顺利出口成为最大悬疑

己二酸是合成尼龙 66 盐的主要原材料之一，近几年来我国己二酸产能猛增，2007 年我国己二酸产能 20.5 万吨，到了今年，有效产能已经达到 60 万吨，年均增长 43%，主要生产企业有五家：

图表 24：2009 年我国己二酸产能

生产厂家	产能
神马尼龙	5.5
天利高新	7.5
辽阳石化	15
山东洪业	14
山东海力	15
合计	57

图表 25：2009 年我国己二酸新增产能

生产厂家	2010新增产能	2011新增产能	2012-2015新增产能
山东海力	7.5		
神马尼龙	10		
华鲁恒升		15	
山西阳煤		7.5	
江苏三木			20
陕西兴化			7
四川川化			20
山西天香			7
河北开滦			15
合计	17.5	22.5	69

资料来源：信达证券 （单位：万吨）

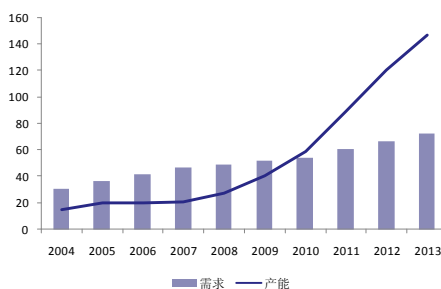
在欧美产能关闭或闲置的大背景下，全球未来几年己二酸扩能计划均集中在我国，2010 年到 2015 年我国将有 109 万吨己二酸新增产能，己二酸产能正在从欧美

向我国转移。

新增产能大大超过了国内对于己二酸的需求，中国马上将从己二酸的进口国转变为净出口国，中国的己二酸能否顺利出口，成为摆在己二酸生产厂家面前的一道难题。己二酸的下游应用对己二酸的品质要求不同，高端品质的己二酸主要用来生产聚氨酯和尼龙，中端品质的己二酸用来生产增塑剂等，低端品质的己二酸用来生产鞋底液等产品。国外对己二酸的需求主要用来生产聚氨酯和尼龙工程塑料，所以要求高品质的己二酸，而我国的己二酸生产企业多为煤化工企业，使用加氢苯制备己二酸，产品质量一般，所以未来国内产能过剩的己二酸，能否顺利出口，还是一个未知数。

图表 26： 2004-2013 年我国己二酸产能及需求

图表 27： 2009 年全球己二腈产能



生产厂家	产能
英威达	90.5
普诺	30
罗地亚	25
旭化成	4
合计	149.5

资料来源：信达证券 （单位：万吨）

也许有人会问，为什么己二酸不能像己内酰胺一样，发展下游尼龙 66 聚合呢。这是因为，合成尼龙 66 盐的另外一个原料己二胺，其原料为己二腈。己二腈技术目前被寡头垄断，而且未来没有任何扩产计划。拿不到关键材料己二腈，就无从向尼龙 66 聚合方向拓展下游产业链。

重点公司

神马股份：公司是尼龙产业链最为完整的上市公司，原材料己二酸可以自供，己二腈有稳定的货源支持，己二胺在自给之余可以外售。其生产的尼龙 66 帘子布可用于半钢子午胎，满负荷生产仍供不应求，未来将新增 2 万吨尼龙 66 高性能浸胶帘子布产能。我们给予公司 2010~2011 年每股收益 0.16、0.83 元的预测，对应当前股价（12 月 3 日收盘价 11.12 元）的市盈率为 70/13 倍，给予“买入”评级。

3、发掘产能过剩下的化肥行业投资机会

3.1 农产品价格持续上涨及通胀背景对化肥行业产生积极影响

全球农产品的低库存，我们看涨明年农产品价格。联合国粮农组织等多家知名机构发布最新报告，预计国际粮价仍有持续上涨动力。据联合国粮农组织（FAO）公布的最新统计显示，其食品价格指数在 11 月上升 3.7%，到 205.44，连续 5 个月上升，是近 28 个月的高点，仅较 2008 年 6 月的历史高点低 8 点，报告称“因库存量低，谷物价格在 2011 年 9 月前将维持在高位”。因此预计国内农产品价格将持续稳步上涨。

形成目前全球农产品的低库存的主要原因是供应面偏紧，而造成供应面偏紧的主要原因是今年频繁的极端天气，同时俄罗斯、乌克兰的俄乌谷物出口限制对全球农产

品市场产生的放大效应，以及新兴经济体增势迅猛的需求将愈发成为农产品价格支撑因素。我国政府对粮食安全问题关注程度，决定其政策将继续加大支持农业生产的力度，同时国内较高通胀预期下农产品价格上涨是增加农民收入的最主要也是最有效的措施，抵消高通胀给农民带来的压力。在国内农产品势必持续上涨的背景下，我们预计政府和农民将加大投入，这将对农资，尤其是化肥行业将产生积极影响。

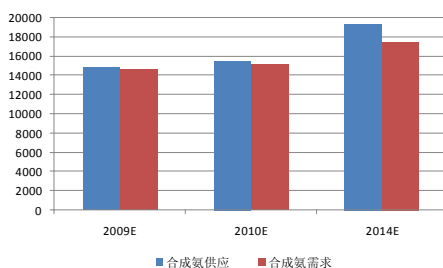
出口也对化肥的价格给予较强的支撑，从下半年化肥实行淡季关税开始，在出口拉动下，国内化肥行业逐步出现好转；尿素、磷铵、复合肥价格持续上涨，钾肥价格也不断走高。并在农产品价格上涨的刺激下，我国化肥施用量将有所提升，行业景气度有望整体上行，走出目前产能过剩的行业困局。

我们预计 2011 年化肥将恢复增长，需求保持强劲的走势。经过对行业的深入分析，我们对复合肥和钾肥最看好，其次是磷肥，最后是尿素，预计化肥行业在未来 12 个月取得优于大市的成绩。

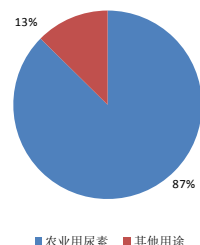
3.2 未来两年全球化肥供求基本平衡支撑国际化肥价格

IFA 公布对 2010-2014 年农业发展趋势和化肥供求量变化的预测报告：认为化肥需求已经开始回升，并将持续增加，同时化肥产能扩大速度加快，因此 2010-2012 年全球化肥供求基本平衡，但 2012-2014 年将出现明显的产能过剩。

图表 28：全球尿素供需量预测（万吨）



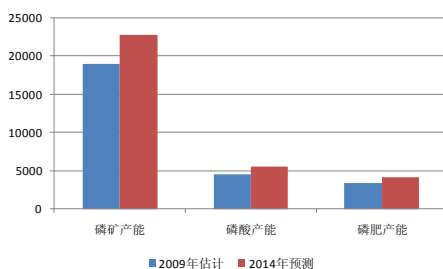
图表 29：预测 2014 年农业用尿素占比



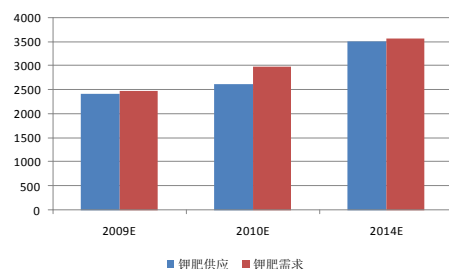
资料来源：信达证券

从 2009 年至 2014 年，尿素产能年均增长率为 6%，需求平均年增长速率为 3.8%。其中，农业用尿素的需求量占主要增长量，预计从 2009 年 1.304 亿吨到 2014 年的 1.526 亿吨。

图表 30：磷肥产能增长预计（单位：万吨）



图表 31：全球钾肥供需预计（单位：万吨）



资料来源：信达证券

2014 年 DAP 市场供求基本平衡，因为在 2010-2014 年期间，新增的供应量将被不断增长的需求所吸收。2010 年，在 25 个国家和地区新增了一百多个钾肥项目，过去 3 年，仅加拿大地区就获得了 180 个开采许可，全球钾肥新开发项目主要出现在加拿大和俄罗斯。但因为钾矿建设周期较长，在 2014 年产能增加并不明显，同时钾肥需求增长较快，抵消钾肥供应的增长，预计未来供求相对平衡。

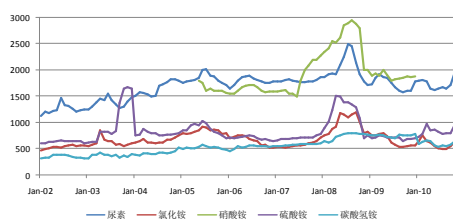
因此我们预计未来两年全球化肥的供求基本平衡，支持国际化肥价格稳定。

3.3 发掘行业产能过剩的投资机会

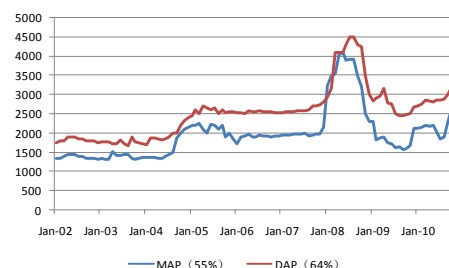
化肥行业与其他行业存在较明显的区别，具有较明显的全年生产与集中用肥的矛盾，即化肥生产厂家的全年均衡化生产与化肥需求的淡旺季差异的矛盾。即使是在供大于求的今天，市场仍存在较明显的局部时间及地区化肥紧张的情况，加剧了化肥市场价格的波动。因此我国将化肥划分为淡旺季的区别，目前关税政策将淡旺季划分的标准为：尿素的旺季（2~6 月，9 月 16 日~10 月 15 日），淡季（1 月，7 月 1 日~9 月 15 日，10 月 16 日~12 月 31 日）；磷铵的旺季（2~5 月，9 月 1 日~10 月 15 日），淡季（1 月，6~8 月，10 月 16 日~12 月 31 日）。

因为化肥行业的供给与需求的矛盾，在一定程度和时间上缓解了行业过剩的矛盾，化肥行业旺季的用肥量占全年用肥量的 80%。

图表 32：我国氮肥价格变化情况

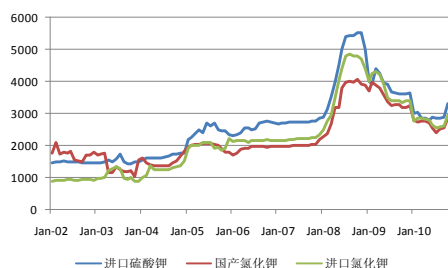


图表 33：我国磷肥价格变化情况

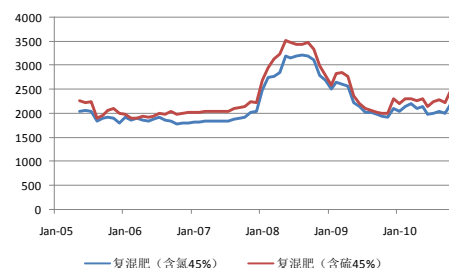


资料来源：信达证券

图表 34：我国钾肥价格变化情况



图表 35：我国复合肥价格变化情况

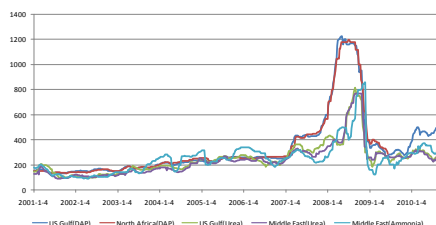


资料来源：信达证券

通过对化肥品种市场价格的变化情况，我们可以发现，即使在供大于求的今天，各化肥品种的市场价格仍有一个较大幅度的波动，2009 年主要在 11 月份后，化肥市场价格大幅度上涨，今年在第三季度，各化肥品种也出现了较大幅度的价格上涨情况，

从而改变化肥企业的盈利状况。今年在淡季出口关税时间，氮磷肥企业出口获利丰厚，海外价格也对国内价格构成支撑。

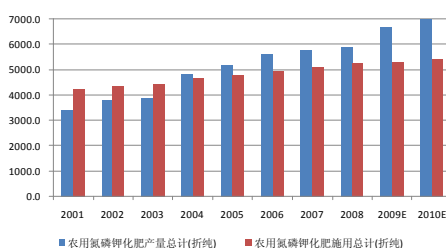
图表 36：国际主要化肥品种市场价格变化情况



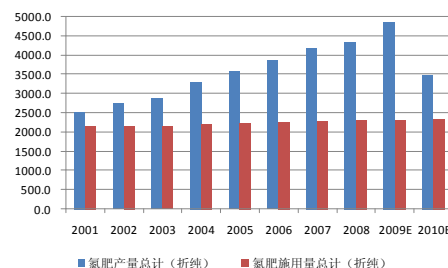
资料来源：信达证券

因此我们对当前产能过剩的产业背景下，把握好化肥行业的供给与需求的矛盾，仍会给我们带来较大的投资机会。同时，在通胀背景下，结合国际农产品价格的持续上涨以及国际化肥供求基本平衡的产业背景，我们认为，化肥市场在 2011 年仍具有较大的投资机会，看好 2011 年化肥行业投资机会。

图表 37：我国氮磷钾化肥产量及施用量比较

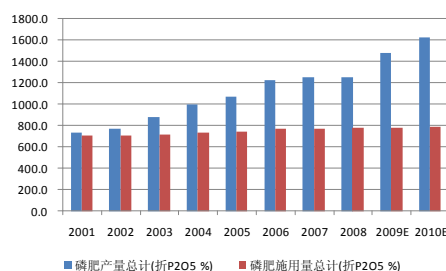


图表 38：我国氮肥产量及施用量比较

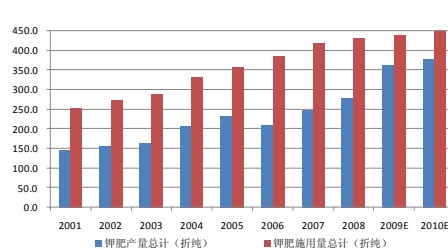


资料来源：信达证券（单位：万吨）

图表 39：我国磷肥产量及施用量比较



图表 40：我国钾肥产量及施用量比较

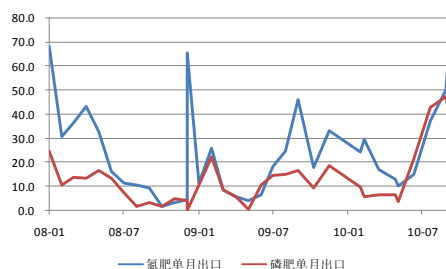


资料来源：信达证券（单位：万吨）

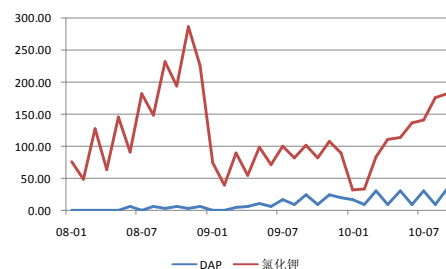
2009 年、2010 年农民减少钾肥的投入，导致钾肥需求基本没有增加，在一定程度上缓解钾肥的供需矛盾，目前在一定地区由于连续的减少钾肥的施用，已经出现了一定的减产问题。因此预计未来几年钾肥的需求将恢复增长，看好钾肥行业未来前景。

今年节能减排政策的实施对化肥生产造成了较严重的影响，受此压制尿素企业开工率较低，尿素产量大幅下滑，由于库存量的不断下滑，以及出口形势的共同推动，尿素价格一路走高。我们看好具有较明显成本优势的大型企业从竞争中脱颖而出。因此我们看好云天化、鲁西化工以及进行动力调整后的华昌化工等企业。

图表 41: 氮肥、磷肥单月出口情况



图表 42: DAP、氯化钾单月进口情况



资料来源：信达证券

化肥行业盈利恢复与出口形势关系密切，化肥价格的大幅上升主要原因之一是因为出口的拉动。出口量迅猛增长的原因主要在于国际市场对 DAP，尿素的旺盛需求带动国际市场价格的大幅增长，特别是印度市场的超预期拉动。

建议强烈关注明年关税政策，根据测算，30%以上的关税基本可以阻止尿素的出口，从而避免了天然气和煤炭等能源的变相低价出口；对磷酸二铵而言，30%的关税足以阻止大多数企业，主要是非资源型磷肥企业的出口。

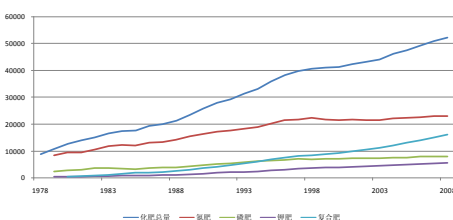
但是我们认为，关税的调整短期内对市场的影响不大，因为目前市场供应偏紧的局面已经形成，大部分经销商库存并不多，因此关税的调整很难大幅度影响价格。同时市场对关税调整已经有一定的预期，因此我们认为短期内影响不大。

但是长期来看，关税的调整将限制企业产品的出口，加剧目前行业供大于求的局面，对整个行业的影响比较大，会加速市场的洗牌。在此前提下，我们看好具有资源优势 and 成本优势的企业在竞争中胜出。

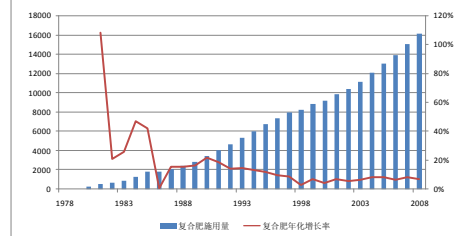
3.4 从同质化大宗商品走向差异化消费品——复合肥

2008 年我国化肥施用量达 5,239 万吨（折纯），其中复合肥施用量 1,608 万吨（折纯），复合率仅为 30.7%。农业部门曾要求到 2010 年化肥复合率达到 50%，但现在看来不可能实现。今后 10 年乃至相当长的时间，我国仍将把调整化肥结构，加快复合肥料的发展，提高其在化肥施用中的比例，作为一项重要的发展战略。

图表 43: 1978~2008 年中国化肥施用情况



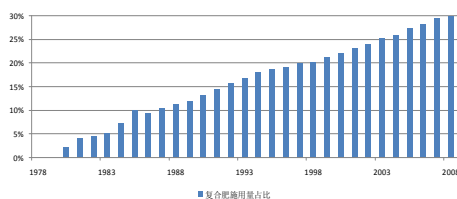
图表 44: 复合肥施用量及年化增长率



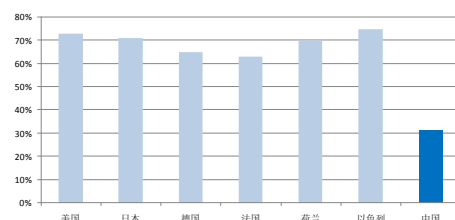
资料来源：信达证券

复合肥增速明显高于氮、磷、钾单质肥及全部化肥施用量的增速。因此，可以看到未来几年我国的复合肥料市场仍有较大的发展空间。

图表 45：1978~2008 年复合肥施用量占比（%）



图表 46：主要农业国家化肥施用复合率



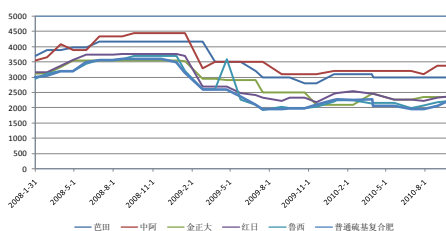
资料来源：信达证券

虽然我国化肥复合率过去 25 年一直保持增长，目前达到 30.7%，但与农业技术发达国家相比仍有明显的差距。

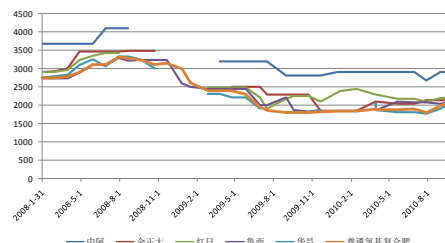
经历了 2008 年的化肥过山车行情后，复合肥企业出现大面积亏损，部分企业改变了过去的经营思路，将重点由以前的赌存货改变为以产品创新和市场推广创造品牌，把企业的核心竞争力建构在产品创新上，着力实施科技先导的差异化战略，不断开发新产品，适应市场的发展，同时开展订单生产，降低库存等方式来避免市场风险。

一些优秀的复合肥企业逐渐重视品牌建设，以先进的营销理念，出色的市场推广获得快速的发展，开创了复合肥营销新模式，并在区域市场内形成了强势品牌的地位。

图表 47：45%S (15-15-15) 复合肥价格比较



图表 48：45%CI (15-15-15) 复合肥价格比较



资料来源：信达证券

可以看出，在硫基复合肥产品中，芭田、中阿、金正大、红日等注重品牌销售的企业产品价格要比走同质化竞争的产品价格更具优势。由于氯基复合肥长期处于同质化竞争阶段，从图可以看出，在氯基复合肥产品中，中阿、金正大、红日等注重品牌销售的企业产品价格要比走同质化竞争的产品价格更具优势，但除了中阿以外，其他企业产品的优势没有硫基复合肥优势明显。

从以上比较可以看出，有部分企业已经率先走出了同质化的竞争阶段，开始重视品牌建设，具有较先进的营销理念以及出色的市场推广能力的复合肥企业的产品，有助于减少价格弹性，使产品自然的与竞争对手发生差异，生产厂家可以确定自己的产品价格，而不轻易随竞争者的价格波动而大幅波动，其售价要比普通厂家要高，利润空间更大。不断开发新产品，宣传和利用农化服务进行推广，加深消费者对企业和产品的印象，从而扩大市场占有率，吸引消费者的重复购买以及建立消费偏好。

目前，复合肥已经开始脱离大宗商品的同质化竞争，具有了消费品的特征。我们应该改变过去的投资观点，用消费品市场的观点来看待目前的复合肥行业发展。在我国竞争激烈的农村复合肥市场上，必须考虑不同用户对复合肥消费行为的基本

态度和差异，分析农户对复合肥产品的广告关注程度、产品信息的来源等，做出适当的营销策略，制定合理和高校的复合肥广告宣传策略，生产具有差异化的产品，以满足农户对化肥的偏好，从而获得相对更高的市场份额。复合肥正从过去同质化大宗商品走向差异化的消费品过程中，逐步改变过去供给主导的消费模式，走向需求主导的差异化消费品竞争阶段。