



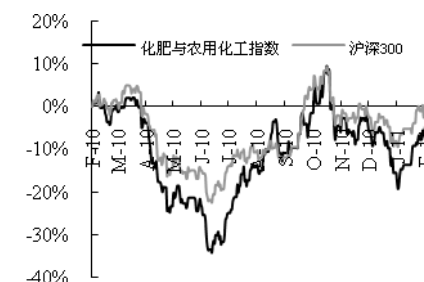
金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

化肥与农用化工

Fertilizers and Agricultural
Chemicals Manufacturing
Industry

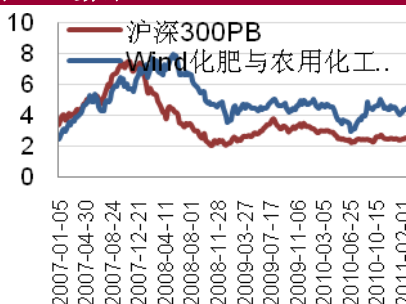
2011 年 2 月 25 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m%	3m%	12m%
化肥及农用化工	17.0	-1.4	-4.2
沪深 300	8.0	-0.1	-1.7

行业 PB 趋势图



王昕 杨杰 (协助)

+86 755 83025935

yangjie@jyzq.cn

执业证书编号:

王昕: S0370209020074

杨杰: S0370109090685

化肥行业跟踪报告

——春耕行情如期而至，行业景气有望超预期

评级: 买入

- **旱情缓解，春耕行情如期而至。**经过降水和浇灌，以及未来几天冬小麦主产区的新一轮降水，我国小麦旱情将明显好转。随着国内春耕行情的顺利启动，再加上国内农民种粮收益提高，预计今年化肥市场行情将明显好于去年。
- **国内尿素短期供应偏紧，长期供需矛盾趋于缓和。**10 年国内尿素下降 416.1 万吨和出口增长 367 万吨，导致国内尿素资源量明显偏紧。未来中石化中石油逐步退出氮肥行业、气头尿素企业受制天然气供应不足和涨价、高成本的小氮肥企业退出，行业供需矛盾有望趋于缓和。
- **事件性因素导致国际磷化工景气高涨，对国内影响相对间接和滞后。**占全球磷矿资源 45%的摩洛哥发生游行，周边国家政治动荡，严重影响了国际磷矿石和磷肥生产。摩洛哥二铵价格较前月上涨 7.6%，至 635 美元/吨。国际磷化工市场景气开始高涨。我国对磷矿石出口实施配额管理，难以直接受益国外磷矿石涨价。11 年 1-5 月和 10-12 月，我国磷肥出口执行 110% 的旺季关税，期间国内二铵批量出口要求国际二铵价格在 1000 美元/吨之上；6-9 月淡季关税窗口期，如二铵出口价格超过 3400 元/吨，超出部分将全部作为税收上交。所以，我们认为国外磷矿石和磷肥景气上行将对国内市场拉动较为滞后和间接，国内二铵价格主要由国内本身的供求和税收政策决定，未来价格上涨空间有限。
- **钾肥是石油和农产品价格上涨的最大受益者。**钾肥是三大肥料中弹性最高的品种，在石油和农产品价格上涨过程中，全球钾肥需求有望大增 15-20%。我们预计印度大合同钾肥价格 450 美元/吨左右，我国下半年钾肥大合同价格将接近 500 美元/吨。石油和农产品价格上涨带来钾肥价格上涨空间、钾肥产业高垄断性带来定价能力、我国钾肥产业高对外依存度带来钾肥景气的向内传导。我们认为，钾肥是三大肥料中，景气上行趋势最为确定、程度最强、持续性最好的品种。

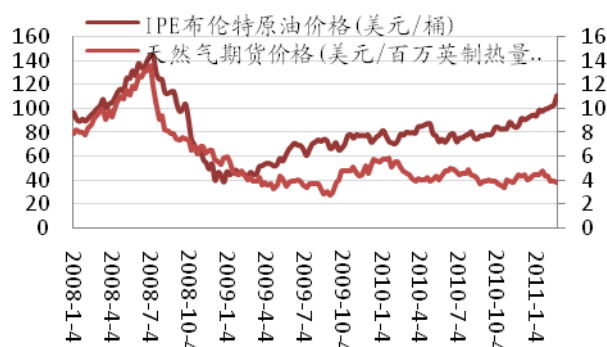
- 继续推荐华鲁恒升（600426）、兴发集团（600141）和盐湖钾肥（000792）。其中华鲁恒升成本优势突出、多联产优势明显，未来新项目的实施将带来新一轮的增长。兴发集团将显著受益于磷矿资源整合预期，是拥有稀缺的高品位磷矿资源的磷化工企业。两湖合并后，盐湖钾肥将获得大量钾肥资源、权益产能大幅提升，将持续受益于钾肥行业景气复苏。

图表 1 2011 年我国化肥出口关税

品种	旺季关税窗口期	旺季关税税率	淡季关税窗口期	淡季出口税率
尿素	1-6 月，11-12 月	110%	7-10 月	价格低于 2100 元/吨时，7%； 价格高于 2100 元/吨，税率=（1.07-2100/出口价格）*100%
二铵	1-5 月，10-12 月	110%	6-9 月	价格低于 3400 元/吨时，7%； 价格高于 3400 元/吨，税率=（1.07-3400/出口价格）*100%
一铵	1-5 月，10-12 月	110%	6-9 月	价格低于 2900 元/吨时，7%； 价格高于 2900 元/吨，税率=（1.07-2900/出口价格）*100%
其他氯化钾				105%

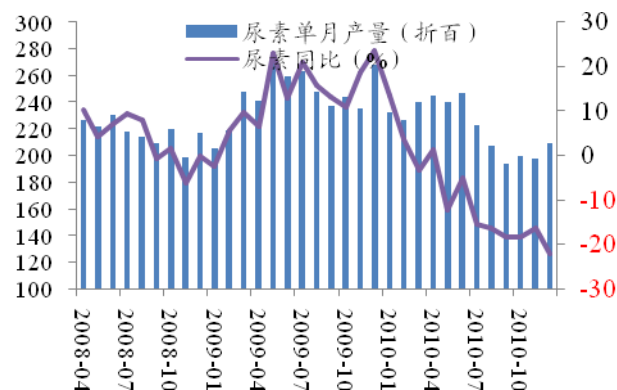
资料来源：金元证券研究所

图表 2 原油价格大幅上涨推动化肥景气度上行



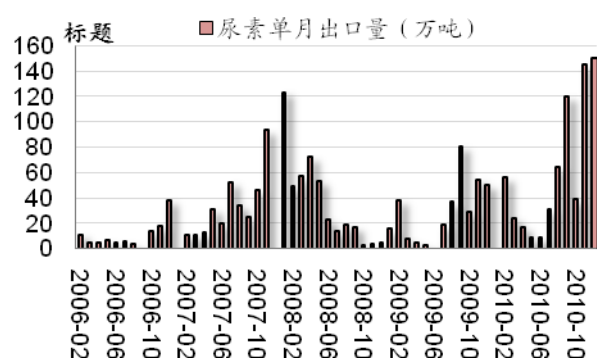
资料来源：金元证券研究所

图表 3 10 年我国尿素产量大幅下滑



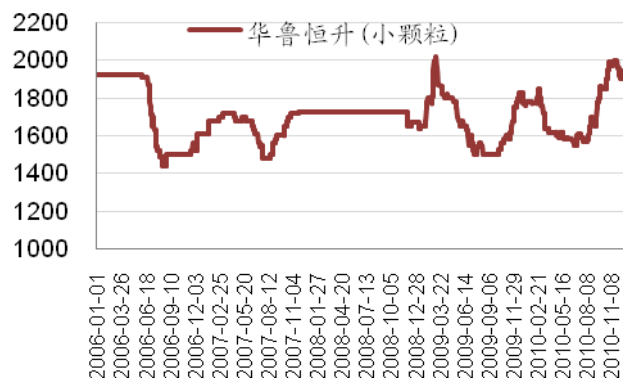
资料来源：金元证券研究所

图表 4 10 年我国尿素出口大幅增长



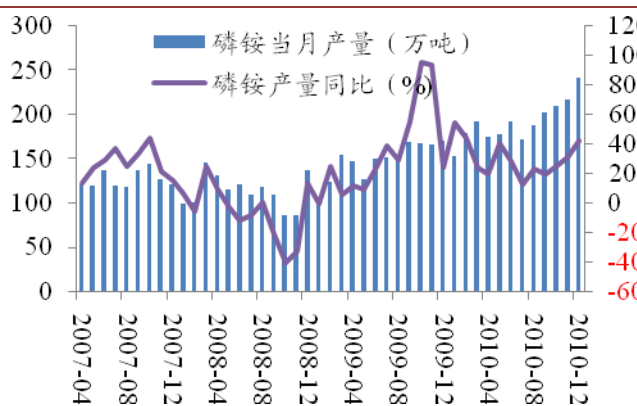
资料来源: 金元证券研究所

图表 5 国内尿素价格维持在相对高位



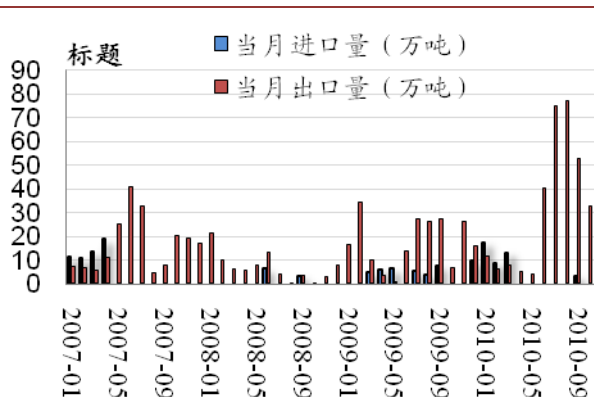
资料来源: 金元证券研究所

图表 6 国内磷铵产量维持较快增长



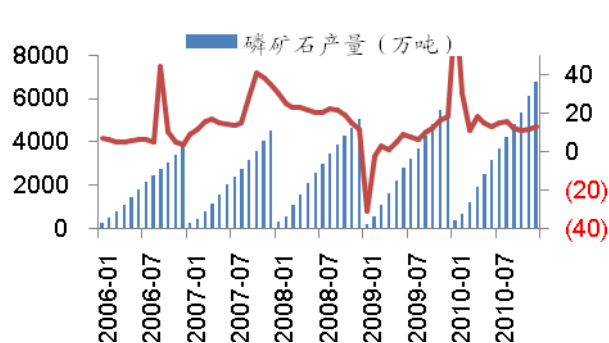
资料来源: 金元证券研究所

图表 7 10 年二铵出口大幅增长



资料来源: 金元证券研究所

图表 8 国内磷矿石产量稳步增长



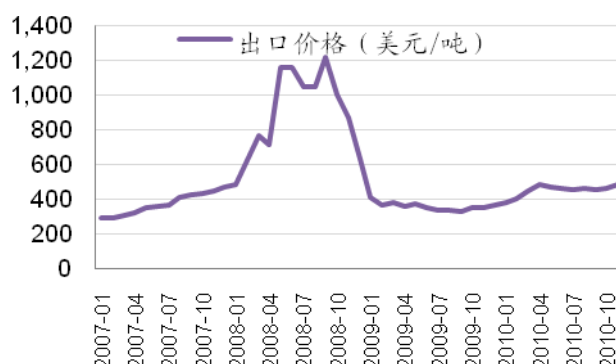
资料来源: 金元证券研究所

图表 9 国内二铵价格稳步上涨



资料来源: 金元证券研究所

图表 10 国内二铵出口价格逐步上行



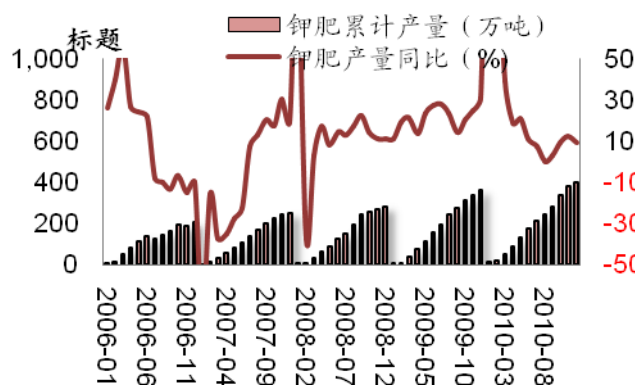
资料来源：金元证券研究所

图表 11 国际二铵价格持续上行



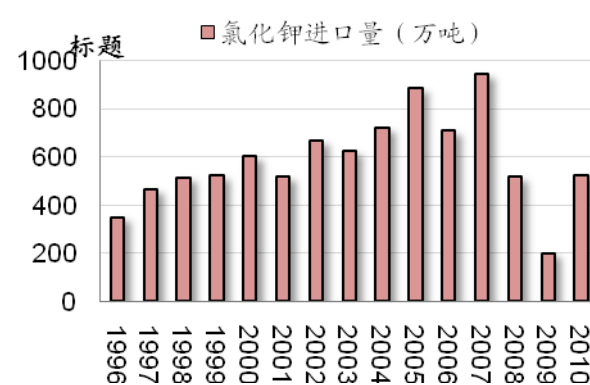
资料来源：金元证券研究所

图表 12 国内钾肥产量逐步提高



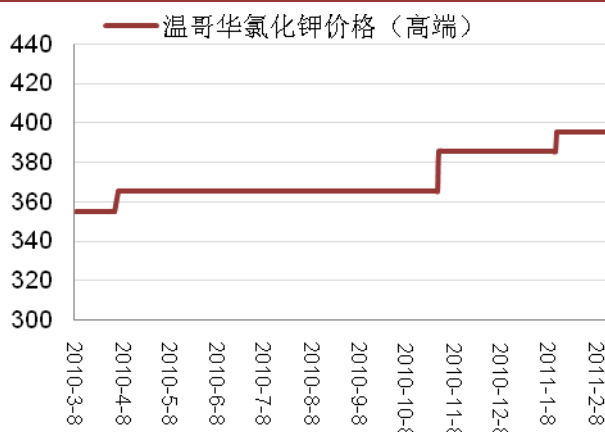
资料来源：金元证券研究所

图表 13 国内钾肥进口量快速恢复



资料来源：金元证券研究所

图表 14 国际氯化钾价格进入加速上涨阶段



资料来源：金元证券研究所

图表 15 重点推荐公司估值表

公司名称	公司代码	股价	EPS			PE		
			10 年	11 年	12 年	10 年	11 年	12 年
华鲁恒升	600426	16.31	0.44	0.79	1.22	37.07	20.65	13.37
兴发集团	600141	24.17	0.65	0.87	1.14	37.18	27.78	21.20
盐湖钾肥	792	57.77	1.73	2.57	2.98	33.39	22.48	19.39

资料来源：金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准：

增持：行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准：

增持：股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上；

中性：股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10%—10%；

减持：股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.